

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODAŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku v potravinářském průmyslu
Valuation of the Company in Food Processing Industry

Student: Bc. Kateřina Čeganová
Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2019

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Kateřina Čeganová**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku
Téma: Stanovení hodnoty podniku v potravinářském průmyslu
Valuation of the Company in Food Processing Industry
Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Charakteristika podniku v potravinářském průmyslu
 4. Aplikace vybraných metod na podnik
 5. Komparace a zhodnocení výsledků
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
KOLLER, Tim. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: McKinsey and Company, 2015. ISBN 978-1-118-87370-0.
MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2018

Datum odevzdání: 26.04.2019



Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 a 2, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 24.4.2019



.....
Bc. Kateřina Čeganová

Mé poděkování patří Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za podnětné připomínky, odborné vedení, ochotu a trpělivost, kterou mi v průběhu zpracování diplomové práce věnoval.

Dále bych chtěla poděkovat své rodině za velkou trpělivost a podporu v průběhu celého mého studia.

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Teoretická východiska oceňování podniku	7
2.1	Důvody stanovení hodnoty podniku.....	7
2.2	Definice podniku.....	8
2.3	Kategorie hodnoty	9
2.4	Postup při oceňování podniku	10
2.4.1	Sběr vstupních dat	11
2.4.2	Analýza dat	11
2.4.3	Sestavení finančního plánu	25
2.5	Metody oceňování podniku.....	27
2.5.1	Výnosové metody.....	28
2.5.2	Majetkové metody.....	35
2.5.3	Metody komparativní	36
2.5.4	Kombinované metody	36
2.6	Analýza citlivosti	37
3	Charakteristika podniku v potravinářském průmyslu.....	38
3.1	Základní údaje podniku Pivovar HOLBA, a.s.	38
3.2	Historie podniku.....	40
3.3	Strategická analýza	43
3.3.1	Externí analýza.....	43
3.3.2	Analýza odvětví	47
3.4	Finanční analýza.....	50
3.4.1	Vertikální a horizontální analýza Pivovaru HOLBA, a.s.	50
3.4.2	Poměrová analýza Pivovaru HOLBA, a.s.	62
4	Aplikace vybraných metod na podnik.....	70
4.1	Metoda účetní hodnoty	70
4.2	Dvoufázová metoda DCF entity	71
4.2.1	Prognóza tržeb	71
4.2.2	Prognóza čistého pracovního kapitálu.....	72
4.2.3	Prognóza investic a odpisů	73
4.2.4	Stanovení nákladů na vlastní kapitál.....	74
4.2.5	Stanovení diskontní míry.....	74
4.2.6	Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF).....	75
4.2.7	Stanovení hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody DCF-Entity	76
4.2.8	Analýza citlivosti	77
4.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	79

5	Komparace a zhodnocení výsledků	81
6	Závěr.....	83
	Seznam použité literatury	86
	Seznam zkratek.....	90
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	94
	Seznam příloh	95
	Přílohy	

1 Úvod

Stanovení hodnoty podniku je považováno za jeden z významných nástrojů v oblasti finančního řízení a rozhodování. Dosažené výsledky vyplývající z ocenění podniku představují velmi cenné informace pro vlastníky a věřitele, a také pro vedení podniku v rámci dlouhodobého strategického řízení. Oceňováním podniku se v dnešní době nezabývají pouze znalci, ale je to problematika, která je často řešena i samotným managementem podniku, jehož cílem, mimo jiné, je zhodnotit úspěšnost podnikání. Provedená celková analýza, včetně samotného ocenění podniku, slouží také pro zjištění slabých míst nebo rezerv v oblasti finančního zdraví nebo také strategického řízení a dokáže poodhalit, zda se oceňovaný podnik ubírá správných směrem.

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku působícího v potravinářském průmyslu. K tomuto účelu je vybrána společnost Pivovar HOLBA, a.s. a je oceněna k datu 31.12.2017. Mezi hlavní podněty ke stanovení hodnoty podniku patří v případě Pivovaru HOLBA, a.s. ověření úspěšnosti podnikání současných vlastníků a také možnosti dalšího vývoje. Ke stanovení hodnoty podniku byla vybrána dvoufázová metoda DCF-entity a metoda čistých kapitalizovaných zisků. Jako doplňkem k těmto dvěma metodám byla stanovena hodnota podniku také pomocí účetní metody.

Diplomová práce je rozčleněna do dvou částí, na část teoretickou a část praktickou.

V první kapitole je popsán cíl práce a představení obsahu jednotlivých kapitol, které mapují dosahování stanoveného cíle.

Ve druhé kapitole je věnován prostor teoretickému základu využitého v praktické části. V první části jsou popsány důvody ke stanovení hodnoty podniku, včetně definice podniku a rozlišení mezi brutto a netto hodnotou, cenou a hodnotou. Dále jsou specifikovány kategorie hodnoty a samotný postup při oceňování podniku. Další část druhé kapitoly je věnována podrobnějšímu popisu postupu oceňování. Zejména je pak podrobněji rozebrána analýza dat, která slouží pro posouzení celkového stavu podniku, který bude oceňován. V závěrečné části druhé kapitoly je popsáno sestavení finančního plánu, jednotlivé metody ocenění podniku a analýza citlivosti.

V třetí kapitole diplomové práce je věnována pozornost praktické části, ve které je představen oceňovaný podnik. Dále následuje strategická analýza pomocí PEST analýzy a finanční analýza. Součástí finanční analýzy je podrobení výkazů společnosti vertikální, horizontální a poměrové analýze.

Stěžejní část diplomové práce se nachází ve čtvrté a páté kapitole. Ve čtvrté kapitole jsou aplikovány vybrané metody na oceňovaný podnik, jejichž vyústěním je zjištění výsledné hodnoty podniku k datu ocenění. V páté kapitole je provedeno srovnání výsledků.

Poslední kapitola patří závěru, kde jsou zrekapitulovány stěžejní výsledky provedené praktické části, vč. doporučení pro společnost.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

Jedním ze základních cílů vrcholového managementu je zvyšování hodnoty podniku a výsledná hodnota je pak především závislá na kvalitě dostupných informací o daném podniku, dále použité metodě a časovém horizontu. Jednotlivé postupy oceňování lze aplikovat za určitých podmínek a jejich nerespektování může vést ke zkresleným a nesprávným závěrům.

Samotné ocenění je službou, kterou si zákazník objednává za účelem užitku, který může mít různou povahu podle potřeb a cílů objednatele. Výsledkem ocenění je pak interval hodnot.

Smyslem této kapitoly je zavést teoretický aparát, který bude dále využit v aplikační části této diplomové práce a zejména k naplnění cílů stanovených v úvodu.

V první části jsou popsány důvody ke stanovení hodnoty podniku, včetně definice podniku a rozlišení mezi brutto a netto hodnotou, cenou a hodnotou. Dále jsou specifikovány kategorie hodnoty a samotný postup při oceňování podniku.

Další část kapitoly je věnována podrobnějšímu popisu postupu oceňování. Podrobněji je pak rozebrána analýza dat, která slouží pro posouzení celkového stavu podniku, který bude oceňován.

V závěrečné části kapitoly je popsáno sestavení finančního plánu, jednotlivé metody ocenění podniku a analýza citlivosti.

2.1 Důvody stanovení hodnoty podniku

Důvodů pro oceňování existuje hned několik. Jejich výčet například uvádí Mařík (2018):

- 1) Ocenění související s vlastnickými změnami jako např.:
 - prodej obchodního závodu ve smyslu občanského zákoníku,
 - nepeněžitý vklad podniku do společnosti s r.o. nebo do akciové společnosti či do družstva ve smyslu zákona o obchodních korporacích,
 - veřejný návrh na směnu nebo koupi účastnických cenných papírů, pokud je potřeba prokázat znaleckým posudkem přiměřenost protiplnění,
 - nucený přechod účastnických cenných papírů (squeeze - out),
 - požadavek společníků ovládané osoby na ovládající osobu pro odkoupení jejich podílů,
 - povinná nabídka při ovládnutí cílové společnosti na její převzetí ve smyslu zákona o nabídkách převzetí,

- fúze nebo rozdělení společnosti ve smyslu zákona o přeměnách obchodních společností a družstev;
- 2) ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, například:
- změna právní formy společnosti ve smyslu zákona o přeměnách obchodních společností a družstev,
 - zastavení podílu ve společnosti (je to pouze dobrovolné),
 - ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
 - ocenění v souvislosti se sanací podniku.

Mohou existovat, ale i další motivy pro ocenění podniku. Patří mezi ně například: nákup podniku s cílem vyřazení konkurenta, nákup podniku se záměrem přivlastnit si určité výsledky vývoje, podíly na trhu nebo si třeba zaopatřit sídlo.

2.2 Definice podniku

Podle nového občanského zákoníku je definice obchodního závodu uvedena v § 502 zákona č. 89/2012 Sb. a citována takto:

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

Neoceňujeme tedy společnost jakožto právní subjekt, nýbrž oceňujeme podnik. Obecně platí, že pakliže oceňujeme podnik, je třeba zahrnout i rozsah závazků.

Podnik můžeme oceňovat v hladině brutto a netto:

Brutto hodnota – hodnota podniku je vyčíslena jako celek, tedy celé podnikatelské jednotky (entity). Obsahuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.

Netto hodnota – je chápána jako ocenění na úrovni vlastníků podniku. Výsledkem je hodnota vlastního kapitálu, který ale nemusí vždy souhlasit s jeho účetním pojetím.

Mezi základní pojmy v oceňování patří také výrazy jako cena, hodnota, náklady a trh, tak jak jsou uvedeny v mezinárodních oceňovacích standardech:

Cenou (price) je chápána určitá zaplacená částka v daném čase a místě. Na cenu působí mnoho faktorů, mezi než patří např. patří nabídka a poptávka, fáze vývoje ekonomika, psychologické faktory nebo strategie vyjednávání apod.

Hodnota (value) vyjadřuje částku bez ohledu na konkrétní okolnosti nákupu či prodeje. Vyjadřuje tedy částku, kolem níž by se cena měla pohybovat. Mění se v čase a je dána očekávanými budoucími příjmy. Hodnota je pouze odhad pravděpodobné ceny.

Náklady (costs) reprezentují cenu uhrazenou za zboží či službu, částku nutnou k vytvoření nebo produkci zboží nebo služby.

Trhem (market) je označováno prostředím, ve kterém funguje cenový mechanismus mezi kupujícími a prodávajícími. Na trhu jsou směnovány statky a služby a strany nabídky a poptávky na sebe vzájemně reagují.

2.3 Kategorie hodnoty

V následující podkapitole jsou zmíněny nejpoužívanější kategorie hodnoty, které vyplývají z následujících otázek dle Maříka (2018, s. 25):

- a) *„Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění?”*
- b) *Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?*
- c) *Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?“*

Z těchto hledisek se postupně rozvinuly čtyři základní přístupy k hodnotě podniku, a to:

- tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- Kolínská škola.

Tržní hodnota vznikla na základě první otázky, a to kolik je ochoten zaplatit průměrný zájemce na trhu. Tato otázka je založena na představě, že existuje trh, ve kterém účinkují kupující a prodávající a kde se vytváří podmínky pro vznik tržní ceny. Samotným předmětem odhadu je potenciální tržní cena, která je označována jako tržní hodnota. Dle oceňovacích standardů je tato tržní hodnota majetkového aktiva projevem trhem uznatelné použitelnosti než jeho fyzického stavu. Z toho lze vyvozovat rozdíl mezi tržní a individuální hodnotou.

Subjektivní (investiční) hodnota určuje, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního nakupujícího pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, souborem investorů s určitými investičními cíli. Investiční hodnota může být nižší nebo vyšší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva, přičemž termín investiční hodnota majetkového aktiva by neměl být zaměňován s tržní hodnotou majetku. V rozhodující míře je investiční hodnota dána představami a subjektivními názory a popř. konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena. Subjektivní hodnotu si obvykle ekonomicky fundovaný vlastník nebo zájemce o koupi vypočítá sám.

Objektivizovanou hodnotu je schopen určit jen odborník. Podle Maříka (2018, s. 35) je definována takto: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby-vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*” Při stanovení této hodnoty musí být zohledněno daňové zatížení vlastníka nebo skupiny vlastníků.

Kolínská škola je založena na subjektivním ocenění. Na konečné subjektivní ocenění má vliv jak subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího, tak subjektivní hodnota konkrétního kupujícího.

Zastánci této školy rozeznávají několik základních funkcí pro oceňování, dle Maříka (2003, s. 24) je jejich výčet následující:

- „*funkce poradenská,*
- *funkce rozhodčí,*
- *funkce argumentační,*
- *funkce komunikační,*
- *funkce daňová.*“

Pro jaký účel je ocenění provedeno, je patrné již z názvu těchto funkcí.

2.4 Postup při oceňování podniku

Obecně je dle Maříka (2003, s. 45) doporučován následující obecný postup, ten se však v konkrétních případech může lišit a je třeba ho modifikovat přímo podle konkrétních podmínek.

- 1) „*Sběr vstupních dat.*
- 2) *Analýza dat.*
 - a) *Strategická analýza.*
 - b) *Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku.*
 - c) *Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná.*
 - d) *Analýza a prognóza generátorů hodnoty.*
 - e) *Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty.*
- 3) *Sestavení finančního plánu.*
- 4) *Ocenění.*
 - a) *Volba metody.*

- b) *Ocenění podle zvolených metod.*
- c) *Souhrnné ocenění.*“

2.4.1 Sběr vstupních dat

Před zahájením výpočtu hodnoty podniku je velice důležité si zvolit účel ocenění, datum, ke kterému bude hodnota určena, a kategorie hodnoty. Dalším krokem by měl být samotný sběr dat. Jedná se zejména o potřebné informace týkajících se např. základních dat o podniku (název společnosti, právní forma, IČO, předmět podnikání přiřazen dle CZ-NACE atd.), dále ekonomická data podniku (výroční zprávy, zprávy auditorů, účetní výkazy za poslední období, pokud existují podnikové plány, tak i ty, apod.), informace relevantního trhu (vymezení trhu, na kterém se daný oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj daného trhu, segmentace trhu, faktory vývoje trhu a faktory atraktivity relevantního trhu), konkurence (informace o hlavních přímých konkurentech, možných substitutech, bariéry vstupu do odvětví), marketingu a odbytu, výrobě, dodavatelích, ale také zaměstnancích (jejich struktura, personální náklady, situace na trhu práce, apod.)

2.4.2 Analýza dat

Pro posouzení celkového stavu podniku, který je oceňován, je nutné provést celkovou analýzu dat, která zahrnuje finanční a strategickou analýzu. V rámci této analýzy je podnik posuzován z několika hledisek, zejména, zda je schopen fungovat dlouhodobě, zda u podniku nehrozí finanční tíseň nebo se v ní nenachází. Dalším hlediskem je konkurenceschopnost sledovaného podniku a jeho postavení na trhu.

Následným krokem je rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Toto rozdělení se neprovádí pouze v případě, kdy stanovujeme likvidační hodnotu a všechna aktiva jsou provozně nepotřebná. Dalším krokem je určení generátorů hodnoty, které jsou rovněž podrobeny analýze a provádí se u nich predikce do budoucna.

V případě, že je k ocenění použito výnosových metod, je nutné zpracovat komplexní finanční plán společnosti.

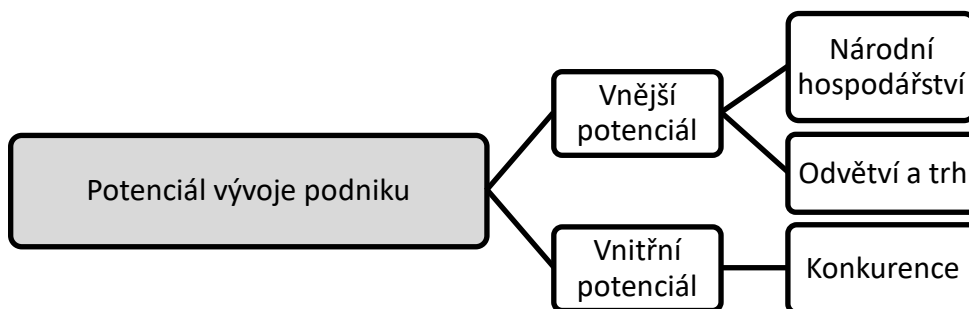
Po finanční a strategické analýze se volí metoda, kterou bude podnik oceňován.

a) Strategická analýza

Strategická analýza je pokládána za jednu z klíčových fází oceňovacího procesu a její hlavní funkcí je určit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Zmíněný výnosový

potenciál je závislý jednak na vnitřním, tak i vnějším potenciálu, který má podnik k dispozici, viz Obr. 2.1.

Obr. 2.1: Analýza vývoje potenciálu podniku



Zdroj: Mařík (2003, s.48)

Vnější potenciál, lze vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém působí oceňovaný podnik. A vnitřní potenciál podniku je souhrn jeho silných a slabých stránek, zejména se zde zkoumá, zda má podnik nějakou výraznou konkurenční výhodu nebo jich má případně více.

Základem strategické analýzy je dostatek faktů a argumentů, které mají za úkol přesvědčit příjemce posudku. Odhady v tomto případě nejsou přijatelné. Vše musí být dostatečně a správně zdůvodněno a výsledkem je vypracování věrohodných dat a informací dostupných k datu ocenění. Pokud tedy na základě vypočítané hodnoty podniku dojde ke koupi podniku a oceňovatel přesvědčí investora, že udělá rozumný obchod s ohledem na dané riziko, které tímto podstupuje. Toto riziko může být zachyceno například v diskontní míře.

Mezi další účely, proč je prováděna strategická analýza, patří určení vývoje tržeb, a to na základě zjištěného trvalého pokračování podniku. Následně je velmi důležité vymezit rizika, která jsou spojena s podnikem a jejich účinnost.

Postup strategické analýzy

Podle Maříka (2018, s. 76) je doporučeno ve strategické analýze postupovat podle následujících kroků:

1. „*Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu).*“
2. *Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.*
3. *Prognóza tržeb oceňovaného podniku (tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků).*“

Výsledkem strategické analýzy pomocí tohoto postupu je zjištění, zda má podnik malý nebo velký potenciál a zda je konkurenceschopný. V případě existence podniku s nízkým

potenciálem a jeho současné neschopnosti konkurovat ostatním firmám není nutno sestavovat finanční plán ani provádět finanční analýzu, protože by zcela logicky nebylo dosaženo uspokojujících výsledků.

Prvním krokem strategické analýzy je rozbor relevantního trhu. Tím se rozumí rozbor z hlediska produktů, území, konkurentů a zákazníků. Nedílnou součástí tohoto bodu je vymezení velikosti zkoumaného trhu na základě poptávky (velikost prodeje a spotřeby). V návaznosti na zjištěné informace je provedena analýza atraktivity trhu. Kritéria pro posouzení jsou stanovena pro každý trh specificky. Obecně však platí, že by měly být vybrány takové faktory, které se týkají poptávky a množství prodeje.

Po vymezení relevantního trhu a posouzení jeho atraktivity se následně zpracovává prognóza dalšího vývoje sledovaného trhu. V rámci této prognózy je žádoucí provést analýzu makroekonomických veličin, které mají na vývoj relevantního trhu největší vliv. Tyto faktory si volí oceňovatel subjektivně a jedná se např. o HDP, ceny, spotřebu, počet obyvatel, spotřební zvyklosti, příjmy obyvatel apod. Výsledná prognóza by však neměla být zpracována dle subjektivních názorů oceňovatele, ale očekává se, že bude výhradně podložena analýzami jako analýza časových řad, regresní analýzou apod.

Druhým krokem strategické analýzy je analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku. Zde je velmi důležité vymezení tržního podílu oceňovaného podniku, a to na základě poměru tržeb dané firmy a odhadu relevantního trhu. Dalším logickým krokem je pak shromáždění informací o jeho hlavních konkurentech a zjištění v jaké fázi životního cyklu se společnost nachází. Základní metodou pro zjištění konkurenceschopnosti podniku je fundamentální analýza, která analyzuje hlavní faktory, které ovlivňují tržní podíl firmy. Zjištěná konkurenceschopnost je tak odrazem zvyšujícího se tržního podílu.

Výsledkem předchozích dvou kroků je stanovení prognózy vývoje tržeb. **Tempo růstu tržeb** je odhadnuto na základě součinu růstu tržního podílu (který jsme získali z analýzy vnitřního potenciálu a konkurence) a růstu trhu (který byl zjištěn na základě vnější analýzy). V rámci posledního kroku je odhadnuto **průměrné tempo růstu**, které vychází z historického růstu tržeb a je porovnáno se zjištěným tempem růstu, a to pomocí vnitřní a vnější analýzy.

Pomocí výsledků analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu lze vyjádřit vývoj tržeb u oceňovaného podniku následovně:

$$\Delta T_i = \Delta RT + \Delta TP + \Delta RT \cdot \Delta TP, \quad (2.1)$$

kde ΔT_i představuje změnu tržeb určených pomocí výsledků analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu oceňované společnosti, ΔRT je změna relevantního trhu a je určena z výsledků

analýzy vnějšího potenciálu firmy a ΔTP představuje změnu tržního podílu, která je určena na základě výsledků analýzy vnitřního potenciálu.

A finální prognóza tržeb je vymezena dle vzorce následovně:

$$\Delta T = \Delta T_i \cdot w_{T_i} + \Delta T_j \cdot w_{T_j}, \quad (2.2)$$

kde w_{T_i} je váha, která je přiřazena ΔT_i , w_{T_j} označuje váhu, která je přiřazena ΔT_j a samotná ΔT_j představuje změnu tržeb, která je stanovena z analýzy časové řady tržeb oceňovaného podniku.

- **PEST analýza**

V rámci této diplomové práce je u oceňovaného podniku provedena PEST analýza, která slouží k hodnocení makroprostředí podniku.

Název PEST analýza vznikl z počátečních písmen názvů označujících čtyři hlavní sledované oblasti makroanalýzy. Jsou jimi politické prostředí (**P**olitical), ekonomické prostředí (**E**conomical), sociální prostředí (**S**ocial) a technologické prostředí (**T**echnological). Někdy je makroprostředí zkoumáno i z pohledu právního (**L**egal) a ekologických vlivů (**E**cological). Pak zní celý název analýzy PESTLE.

Podstatou analýzy je odpovědět na tři základní otázky. A to zejména, které z faktorů mají na zkoumaný podnik vliv, jaké jsou možné účinky působících faktorů a které jsou v blízké době pro podnik nejvýznamnější.

V následující tabulce je uveden přehled nejčastěji popisovaných faktorů, na které se pomocí PEST analýzy zhotovitel zaměřuje.

Tab. 2.1: Faktory PEST analýzy

Prostředí	Faktory
Politické	Právní předpisy, politická stabilita, podpora, regulace nebo konkurence vybraným odvětvím ze strany státu, globální vlivy- např. významné politické události, noví globální konkurenti, nadnárodní organizace a instituce
Ekonomické	Ekonomický růst, inflace, úrokové sazby, nezaměstnanost, měnové kurzy, vyrovnanost a struktura státního rozpočtu, globální ekonomické vlivy (např. cenové šoky surovin)
Sociální	Demografické faktory – růst obyvatelstva, jeho struktura, změny životního stylu, sociální změny, změny hodnot ve společnosti
Technologické	Vývoj nových, příp. rozvoj stávajících technologií a jejich aplikace v podnikové sféře – informační a komunikační technologie (počítače, tablety, mobilní telefony, internet, e-commerce), nové technologie výroby

Zdroj: Kašík a Franek (2015, s. 51)

b) Finanční analýza

Na finanční analýzu lze pohlížet dvěma způsoby. Z pohledu širšího pojetí je pomocí analýzy predikován budoucí finanční vývoj firmy a jsou navrženy různé varianty opatření ke zlepšení dosavadní situace společnosti. Z pohledu užšího pojetí slouží analýza k hodnocení minulého a současného finančního stavu podniku, jak uvádí Grünwald (2000). Finanční analýza je tak nepostradatelnou součástí finančního řízení podniku.

Podle Dluhošové (2010, s.71) se: „*Do finanční analýzy promítá objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti. Finanční situaci je tedy nutno chápat jako komplexní vícekritériální model skládající se z mnoha dílčích charakteristik a jejich vazeb.*“

Využití výsledků finanční analýzy je velmi pestré. Používá se zejména pro již zmíněné finanční řízení a při sestavování finančního plánu apod.

Pro analýzu podniku je často využíváno poměrových ukazatelů, které jsou využívány pro zjištění současné situace společnosti. Dále jsou poměrové ukazatele používány pro vytvoření prognózy finančního vývoje a s tím související doporučení pro řízení podniku v budoucnosti.

Hlavním cílem finanční analýzy je zejména to, aby výsledky dobře posloužily zpracovateli a ostatním uživatelům k posouzení současné situace podniku a zhodnocení

jednotlivých kroků společnosti do budoucna v rámci dosažení či udržení finančního zdraví podniku. Cílem finanční analýzy je tedy zefektivnění a zkvalitnění rozhodovacích procesů podniku.

Jak uvádí Sedláček (2009, s. 4) je zpravidla cílem finanční analýzy podniku následující:

- „...posouzení vlivu vnitřního i vnějšího prostředí podniku,
- analýza dosavadního vývoje podniku,
- komparace výsledků analýzy v prostoru,
- analýza vztahů mezi ukazateli (pyramidální rozklady),
- poskytnutí informací pro rozhodování do budoucnosti,
- analýza variant budoucího vývoje a výběr nejvhodnější varianty,
- interpretace výsledků včetně návrhů ve finančním plánování a řízení podniku.“

Základními zdroji pro vyhotovení finanční analýzy jsou zejména účetní výkazy podniku, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztrát (dále jen VZZ), výkaz o peněžních tocích (neboli výkaz Cash Flow, dále jen CF), přehled o změnách vlastního kapitálu, přílohy k účetní závěrce a výroční zprávy. Obecně platí, že čím více informací máme k dispozici, tím má výsledná finanční analýza vyšší vypovídací hodnotu.

Obecná skladba jednotlivých účetních výkazů nebude v této diplomové práci blíže specifikována, jelikož jejich rozbor nesleduje cíl práce stanovený v úvodu.

Metody finanční analýzy

Finanční analýza využívá několik metod, jak zpracovat jednotlivá data a podat věrohodné informace o aktuálním stavu podniku a prognózování jeho dalšího vývoje.

V rámci této diplomové práce jsou popsány pouze metody zabývající se analýzou absolutních ukazatelů, tokových ukazatelů, rozdílových a poměrových ukazatelů.

Mezi základní metody patří:

- analýza absolutních ukazatelů,
- analýza tokových ukazatelů,
- analýza rozdílových ukazatelů,
- analýza poměrových ukazatelů,
- analýza soustav ukazatelů
- a souhrnné ukazatele hospodaření (Knápková, Pavelková a Šteker 2013, s. 61).

Při zkoumání absolutních a tokových ukazatelů je využíváno horizontální a vertikální analýzy, které jsou založeny na řešení absolutních či rozdílových ukazatelů.

Metoda, která je založená na řešení **absolutních ukazatelů**, se zakládá na využití údajů zjištěných přímo z účetních výkazů. Absolutní ukazatel tedy není poměřován k jinému ukazateli a vyjadřuje daný jev bez spojitosti k jinému jevu. V rámci srovnání absolutních ukazatelů za jednotlivé období je využíváno následujícího vzorce (Dluhošová, 2010, s.73):

$$\text{absolutní } \Delta = X_t - X_{t-1}, \quad (2.3)$$

kde Δ znamená změnu, X je hodnota zkoumaného ukazatele, t je běžný rok a $t - 1$ rok předchozí. Výsledkem je tedy pokles sledovaného ukazatele nebo jeho nárůst v udaných měrných jednotkách.

Druhou metodou zkoumání ukazatelů je metoda **relativních ukazatelů** spočívající v porovnávání údajů zjištěných z účetních výkazů. Metoda spočívá ve sledování procentní změny ukazatele. Relativní ukazatele srovnávané v rámci dvou období se porovnávají podle následujícího vzorce (Dluhošová, 2010, s.73):

$$\text{relativní } \Delta = \frac{X_t - X_{t-1}}{X_{t-1}}, \quad (2.4)$$

kde Δ znamená změnu, X je hodnota zkoumaného ukazatele, t je běžný rok a $t - 1$ rok předchozí. Pokud se hodnota relativní změny blíží k jedné, tak k žádné zásadní změně sledovaného ukazatele nedošlo. Pokud je hodnota nižší než jedna, došlo k poklesu ukazatele a pokud je hodnota vyšší než jedna, znamená jeho nárůst.

Horizontální analýza

Pomocí vyčíslení relativních a absolutních změn po řádcích výkazů zkoumá ukazatele analýza vývojových trendů nebo také horizontální analýza.

Horizontální analýzou jsou řešeny dva typy úloh. Prvním typem je o kolik jednotek se změnila sledovaná položka v čase a je řešena pomocí vzorce absolutní změny. A druhá hledá odpověď na procentní změnu příslušné položky v čase a je řešena pomocí procentní změny.

Jedním z možných řešení analýzy vývojových trendů může být porovnání pomocí indexů. Mezi základní typy indexů patří indexy bazické a řetězové.

Index se stálým základem neboli **bazický index** porovnává pozorovaný ukazatel v libovolném období s hodnotou ukazatele v období základním:

$$BI = \frac{X_A}{X_Z}, \quad (2.5)$$

kde X_A je hodnota ukazatele ve sledovaném období a X_Z je hodnota ukazatele v období základní. Je-li hodnota výsledného indexu vyšší než jedna, pak došlo k nárůstu hodnoty oproti základu, je-li však hodnota nižší než jedna, tak došlo k pravému opaku. Pokud je $BI = 1$, nedošlo k žádné změně.

Druhým zmíněným indexem je **řetězový index** neboli index s pohyblivým základem, který slouží pro porovnání ukazatelů v obdobích po sobě následujících. V případě použití řetězového indexu je dané období porovnáváno s předchozím obdobím. A platí, že:

$$RI = \frac{X_A}{X_{A-1}} \quad (2.6)$$

kde X_A je hodnota ukazatele ve sledovaném období a X_{A-1} je hodnota ukazatele v předchozím období. Dosáhne-li ukazatel hodnoty větší než 1, pak došlo k jeho nárůstu oproti roku předchozímu. Naopak je-li hodnota nižší než jedna, pak došlo k jeho poklesu a pokud je výsledný řetězový index roven jedné, tak k žádné změně nedošlo.

Vertikální analýza

Jedná se o metodu, která je založena na procentním rozboru položek finančních výkazů a její výsledek je vyčíslen jako procentuální podíl položek na celku.

Vertikální analýza zkoumá relativní strukturu pasiv a aktiv po sloupcích. Pokud je např. prováděna vertikální analýza rozvahy, pak se položky aktiv porovnávají k celkovým aktivům a jednotlivé položky pasiv k celkovým pasivům. U vertikální analýzy VZZ jsou jednotlivé položky poměřovány buď k celkovým tržbám nebo k celkovým výnosům. Za základ je považován rozvahový součet, výkony nebo tržby a je vyjádřen hodnotou sta procent.

Poměrová analýza

Pomocí poměrové analýzy jsou vztahy mezi vybranými ukazateli vyjádřeny v číselné podobě. Základem poměrové analýzy je podíl dvou absolutních ukazatelů, které se nacházejí v rozvaze nebo ve VZZ.

Vyčíslené ukazatele vyjadřují relativně rychle a snadno obraz o elementárních finančních charakteristikách podniku a slouží tak jako určitý návod k hledání příčin

podnikových problémů. Jednodušeji řečeno, poměrová analýza slouží podniku jako prvotní impuls k hlubší analýze.

Jedním z dalších využití analýzy je mezipodnikové srovnání, zhodnocení silných a slabých stránek podniku nebo prognózování vývoje podniku.

Mezi nejčastěji používané poměrové ukazatele patří:

- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele stability,
- ukazatele rentability,
- ukazatele likvidity,
- a ukazatele aktivity.

U jednotlivých ukazatelů je naznačen jejich optimální vývoj a je označen slovem **trend**. Jednotlivé tendence vývoje byly čerpány z Dluhošová (2010).

• **Ukazatele zadluženosti**

Pro financování svých aktivit podnik většinou využívá cizích zdrojů, což na druhou stranu pro něj představuje i vyšší riziko, protože musí být schopen splácet své závazky, ať je jeho finanční situace jakákoliv. Určitá míra zadluženosti však není u podniku negativní jev, jak by se mohlo na první pohled zdát, protože náklady na cizí kapitál mohou být po porovnání s vlastním kapitálem nižší. Úroky z cizího kapitálu snižují daňové zatížení, neboť jsou součástí nákladů a náklady snižují zisk. Velice důležité je sledovat poměr mezi vlastním a cizím kapitálem a vyvarovat se tak neúnosnému předlužení podniku. U ukazatelů zadluženosti je proto dobré sledovat i další faktory a příčiny, proč je výsledná zadluženost právě v této výši.

Ukazatele zadluženosti vyjadřují vztah mezi cizími a vlastními zdroji společnosti, a tedy i to, v jak velké míře využívá společnost dluhy k vykonávání své činnosti.

Zadluženost podniku je posuzována pomocí mnoha ukazatelů a níže je uveden jejich základní výčet:

Pro ukazatel **celkové zadluženosti** platí (Dluhošová, 2010, s.78):

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}, \quad (2.7)$$

kde CZ představují cizí zdroje a A je hodnota celkových aktiv. Ukazatel měří podíl věřitelů na celkových aktivech podniku. Ideální očekávaný trend je klesající. Hodnota ukazatele se doporučuje okolo 30 až 60 %, ale rozmezí se může lišit dle odvětví.

Obdobnými ukazateli celkové zadluženosti je dlouhodobá zadluženost a běžná zadluženost. Liší se pouze v čitateli. Pokud bychom dosadili do vzorce celkové zadluženosti hodnotu dlouhodobých cizích zdrojů, tak můžeme sledovat **dlouhodobou zadluženost** podniku (trend ukazatele je klesající). A pokud bychom dosadili krátkodobé cizí zdroje, tak sledujeme **běžnou zadluženost** podniku a je opět očekáván klesající trend zadluženosti.

Dalším z významných ukazatelů je **ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu** a je vyjádřen jako (Dluhošová, 2010, s.79):

$$\text{ukazatel zadluženosti VK} = \frac{CZ}{VK}, \quad (2.8)$$

kde VK představuje vlastní kapitál a CZ cizí zdroje. Hodnota ukazatele by měla, stejně jako většina ukazatelů zadluženosti, mít trend klesající. Optimální hodnoty se nacházejí v rozmezí 80 % až 120 %.

- **Ukazatele finanční stability**

Pro posouzení struktury zdrojů financování a pro posouzení finanční rovnováhy slouží ukazatelé finanční stability. Spolu s ukazateli zadluženosti se jedná o nejpoužívanější poměrové ukazatelé.

Pomocí **ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech** (Equity Ratio) je možné určit, do jak velké míry je podnik schopný krýt svá aktiva (majetek) pomocí vlastního kapitálu a jak je podnik finančně samostatný. Ukazatel je definována následovně (Dluhošová, 2010, s.77):

$$\text{podíl VK na } A = \frac{VK}{A}, \quad (2.9)$$

kde VK označuje vlastní kapitál a A jsou celková aktiva. Pokud bude ukazatel dosahovat stále vyšších hodnot, tak se jedná o upevňování finanční stability. Trend je rostoucí.

Vztah mezi jednotlivými položkami aktiv k celkové hodnotě majetku vyjadřují následující tři ukazatele (Dluhošová, 2010, s. 77):

$$\text{podíl SA} = \frac{SA}{A}, \quad (2.10)$$

$$\text{podíl OA} = \frac{OA}{A}, \quad (2.11)$$

$$\text{podíl zásob} = \frac{\text{zásoby}}{A}, \quad (2.12)$$

kde SA vyjadřují stálá aktiva, OA oběžná aktiva a A celková aktiva. U všech tří výše uvedených ukazatelů je trend závislý na typu podniku.

Podle Dluhošové (2010, s. 77) je: „Vztah mezi SA a OA různý podle odvětví a podle stupně amortizace a mechanizace. Nejvyšší je podíl SA u odvětví prvovýroby a v těžkém průmyslu. Čím jsou SA vyšší, tím jsou větší i fixní náklady (vlivem odpisů, nákladů na opravy a údržby), což nutí podnik k vysokému využití výrobní kapacity a růstu produkce tak, aby se tyto fixní náklady rozdělily na co největší počet výrobků. Vysoký podíl SA také snižuje adaptabilitu firmy na výkyvy poptávky. Čím je podíl SA nižší, a tedy čím vyšší je podíl OA , tím je ekonomicky snazší přizpůsobení firmy měnícím se podmínkám trhu.“

- **Ukazatele rentability**

Sledování výnosnosti neboli rentability vloženého kapitálu patří k jednomu z nejvýznamnějších způsobů hodnocení činnosti podniku. Rentabilita podniku se vyjadřuje jako vztah zisku k vybranému ukazateli hospodaření. Jeho obecná konstrukce je definována následovně:

$$\text{míra rentability} = \frac{\text{zisk}}{\text{základ}}, \quad (2.13)$$

Jednotlivé druhy ukazatele rentability většinou řeší případy vloženého kapitálu a jeho obměny. Prvním z nich je ukazatel **rentability aktiv** (Return on Assets), který je označován jako základní ukazatel pro měření výnosnosti, protože porovnává dosažený zisk $EBIT$ s celkovými aktivy. Tzv. produkční sílu podniku určuje následující vzorec (Dluhošová, 2010, s. 80):

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.14)$$

kde $EBIT$ je zisk před úroky a zdaněním a A jsou celková aktiva. Ukazatel poměruje zisk s majetkem podniku investovaným do podnikání, bez ohledu na to, z jakých zdrojů je financován. Výsledná hodnota udává, kolik Kč zisku je schopna vyprodukovat jedna jednotka vloženého majetku. Trend ukazatele je rostoucí.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (Return on Capital Employed), někdy také označována jako rentabilita úplatného kapitálu a slouží k vyjádření efektivnosti dlouhodobého investování. Výpočet má následující podobu (Dluhošová, 2010, s. 81):

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + dl. dluhy}, \quad (2.15)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a zdaněním, *VK* je vlastní kapitál. Ukazatel zjednodušeně řečeno vyjadřuje, kolik Kč *EBIT*u podnik získal z jedné koruny, kterou investovali věřitelé a akcionáři. Ukazatel se často využívá k mezipodnikovému srovnání. Trend ukazatele je rostoucí.

Dalším důležitým ukazatelem je **rentabilita vlastního kapitálu** (Return on Equity) definovaná následovně (Dluhošová, 2010, s.81):

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.16)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *VK* je vlastní kapitál. Ukazatel zjednodušeně vyjadřuje, kolik Kč čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu vlastníky podniku. Výnos, který plyne z vloženého kapitálu do podnikání, by měl být vyšší oproti výnosu z podobné formy investování. Trend je rostoucí.

Ukazatel vyjadřující ziskovou marži, je definován pod názvem **rentabilita tržeb** (Return on Sales) (Dluhošová, 2010, s.82):

$$ROS = \frac{EAT}{T}, \quad (2.17)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *T* jsou tržby zahrnující položky z VZZ, kterými jsou např. tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Ukazatel udává, kolik korun čistého zisku připadá na jednu korunu tržeb. Pokud dosahuje ukazatel stále vyšších hodnot, pak se jedná o znak dobře prováděného finančního řízení managementem firmy.

A poslední ukazatel rentability, definovaný v rámci této diplomové práce, je znám jako **rentabilita nákladů** (Return on Costs) a specifikován vzorcem (Dluhošová, 2010, s.82):

$$ROC = \frac{EAT}{N}, \quad (2.18)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *N* jsou celkové náklady. Ukazatel je považován za doplňkový k rentabilitě tržeb.

- **Ukazatele likvidity**

Jednotlivé ukazatele likvidity podávají informaci, jak rychle dokáže firma splácet své závazky a jak si na tom podnik stojí ve vztahu ke krátkodobým závazkům. Obecněji řečeno, ukazatele likvidity slouží k rychlému zjištění míry likvidity podniku a zejména o jeho schopnosti uhradit v případě neočekávaných problémů své závazky v daném čase a v udané výši. Jedná se o ukazatele, jež jsou označovány jako statistické veličiny, tzn. jsou vypočítány na základě hodnot z rozvahy, která je sestavena k určitému datu.

Hovoříme zde o třech stupních likvidity, které jsou seřazené od nejméně likvidních po nejlikvidnější:

- III. stupeň likvidity – celková likvidita,
- II. stupeň likvidity – pohotová likvidita,
- I. stupeň likvidity – okamžitá likvidita.

Celková likvidita

Popisovaný typ ukazatele je stavový, což znamená, že by měl být posuzován ve vývoji v čase. Celková likvidita poměřuje hodnotu oběžných aktiv v podniku s jeho krátkodobými závazky splatnými do jednoho roku. Pomocí tohoto ukazatele je možné zjistit, kolikrát je firma schopna splatit své závazky od věřitelů v případě, že by přeměnila veškerá oběžná aktiva na okamžité peněžní prostředky. Za optimální je brána jakákoliv hodnota v rozmezí 1,5 až 2,5 a nemělo by docházet k prudkým výkyvům. Obecný vzorec je definován následovně (Dluhošová, 2010, s.82):

$$\text{celková likvidita} = \frac{OA}{kr. \text{závazky}}, \quad (2.19)$$

kde OA jsou oběžná aktiva. Tento ukazatel slouží k porovnání podniků s podobnou činností nebo s průměrem za období. Nevýhodou ukazatele je, že je výsledek ovlivněn způsobem ocenění zásob (FIFO, LIFO, apod.), dále ne všechna oběžná aktiva lze přeměnit v hotovost v krátkém čase a v neposlední řadě, není zohledněna ani struktura oběžných aktiv, ani krátkodobých dluhů dle jejich splatnosti.

Druhým stupněm likvidity je **pohotová likvidita** a je vyjádřena jako podíl pohotových prostředků a krátkodobých závazků, tzn. OA jsou očištěna o někdy méně likvidní zásoby a vyjádřena pouze jako pohotové peněžní prostředky v pokladně a na běžných účtech, pohledávky a obchodovatelné cenné papíry. Pro přesnější hodnotu ukazatele pohotové likvidity je možné využít ponížení pohotových prostředků o nedobytné pohledávky a pohledávky po lhůtě splatnosti. Za optimální je brána jakákoliv hodnota v uzavřeném intervalu 1 až 1,5. Pokud je trend rostoucí v čase, pak je dobrým ukazatelem předpokládaného zlepšení platební a finanční situace podniku. Vzorec je obecně definován (Dluhošová, 2010, s. 83):

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{kr. \text{závazky}}, \quad (2.20)$$

kde OA jsou oběžné aktiva.

Okamžitá likvidita, někdy také označována jako peněžní likvidita nebo také jako likvidita prvního stupně. Vyjadřuje podíl mezi pohotovými platebními prostředky (peníze v pokladně, na běžných účtech, ceniny, cenné papíry, apod.) a krátkodobými závazky. Ukazatel je považován za poměrně nestabilní, a proto se využívá pouze jako doplňkový ukazatel. Doporučovaná hodnota je nad 0,2 a trend by měl být optimálně rostoucí. Vzorec je obecně definován (inspirováno Dluhošová, 2010, s.83):

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{kr. finanční majetek}}{\text{kr. závazky}}, \quad (2.21)$$

Čistý pracovní kapitál

Výše čistého pracovního kapitálu, dále jen ČPK, je určena skladbou OA a krátkodobých závazků podniku a charakterizuje investiční a finanční činnost podniku, a tak vlastně celkovou úspěšnost řízení. ČPK bývá někdy označován jako pracovní kapitál a představují tu část OA, která jsou kryta dlouhodobými zdroji finančního charakteru. ČPK bývá také velmi často označován jako určitý finanční polštář v případě nenadálého rizika a za ideální je považována kladná hodnota této položky. Žádoucí trend je rostoucí, avšak příliš vysoký finanční polštář může pro podnik znamenat vyšší náklady na držení takového množství kapitálu, který není dále efektivně využit.

Ukazatel ČPK má následující podobu (Dluhošová, 2010, s. 85):

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{kr. závazky}, \quad (2.22)$$

kde OA jsou oběžná aktiva.

- **Ukazatele aktivity**

Ukazatele, které slouží k vyjádření efektivnosti hospodaření podniku se svým majetkem, zda má podnik nevyužité kapacity a zda má podnik dostatek produktivních aktiv. Ukazatele jsou konstruovány buď jako doba obratu aktiv či pasiv, nebo jako rychlost obrát aktiv nebo pasiv za sledované období.

Jako první popisovaný ukazatel aktivity je **obrátko aktiv** (Dluhošová, 2010, s. 86):

$$\text{obrátko } A = \frac{T}{A}, \quad (2.23)$$

kde T jsou tržby a A celková aktiva. Ukazatel vyjadřuje počet obrátů za rok, tedy kolikrát se celková aktiva kompletně obmění za jeden rok. Výsledek je vyjádřením intenzity využití celkového majetku.

Obdobně lze odvodit ukazatele **obrátky stálých aktiv**:

$$\text{obrátka SA} = \frac{T}{SA}, \quad (2.24)$$

kde T jsou tržby a SA stálá aktiva.

Obrátky zásob:

$$\text{obrátka zásob} = \frac{T}{\text{zásoby}}, \quad (2.25)$$

kde T jsou tržby.

Následující ukazatele jsou obdobou již zmíněných ukazatelů aktivity. Jedná se o ukazatel **dobý obrátu zásob**, který vyjadřuje počet dnů, po které trvá jedna obrátka a je vyjádřen následovně (Dluhošová, 2010, s. 87):

$$DO \text{ zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{T}, \quad (2.26)$$

kde T jsou tržby.

Následuje **doba obrátu pohledávek**, která vyjadřuje průměrnou dobu splatnosti pohledávek ve dnech a měla by odpovídat zhruba době, kterou si firma vytyčila v obchodních podmínkách při prodeji. Je-li ukazatel vyšší, je třeba prozkoumat platební kázeň odběratelů. Obecně je vztah definován jako (Dluhošová, 2010, s. 87):

$$DO \text{ pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{T}, \quad (2.27)$$

kde T jsou tržby.

Podobně lze odpovídat i **doba obrátu zásob** (Dluhošová, 2010, s. 87):

$$DO \text{ zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{T}, \quad (2.28)$$

kde T jsou tržby.

Pravidlo, které porovnává dobu obrátu závazku a dobu obrátu pohledávek se nazývá **pravidlo solventnosti**:

$$DO \text{ závazků} > DO \text{ pohledávek}, \quad (2.29)$$

Pro zachování finanční rovnováhy podniku je důležité sledovat dodržování tohoto pravidla, v opačném případě hrozí podniku finanční tíseň.

2.4.3 Sestavení finančního plánu

Finanční plán podniku bývá sestavován tehdy, pokud se oceňovatel rozhodne pro ocenění podniku výnosovou metodou. Podle Maříka (2018) se tento plán skládá z následujících finančních výkazů:

1. VZZ,
2. rozvaha,
3. výkaz peněžních toků.

Finanční plán je součástí podnikového plánu v rámci běžného řízení podniku. Podnikový plán současně vychází z dlouhodobé strategie podniku (vč. vize podniku).

Základem pro sestavení finančního plánu jsou zejména tržby z prodeje produktů, provozní zisk, zisková marže, odhadovaná výše zásob, pohledávek a závazků a mimo jiné také zamýšlené investice do dlouhodobého majetku, který je potřebný k chodu společnosti.

Při sestavování komplexního finančního plánu je nutné pamatovat zejména na plán financování, do kterého spadají předpokládané splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů, popř. potřebné navýšení vlastního kapitálu. Následně je nutné plán doplnit o další položky, jako jsou např. závazky, pohledávky, výnosové a nákladové položky.

Dále je vhodné plán doplnit o položky nesouvisející s hlavním provozem podniku. Může se jednat např. o investice do cenných papírů a z finančního plánu by pak vyplynuly peněžní přebytky. Dalším příkladem je plán odprodeje nepotřebného majetku a s ním související zisky z prodeje zmíněného majetku. Je doporučeno tyto položky ocenit samostatně. V případě jejich nezařazení do finančního plánu může dojít ke zkreslení dat plánu.

Při sestavování plánu neměly být opomíjeny zamýšlené výplaty dividend a podílů na zisku vlastníkům. Teoreticky by bylo nejvhodnější tyto výplaty zakomponovat alespoň ve výši volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE).

Celý finanční plán je nutné v závěru doplnit o formální dopočty, které nebyly doposud spočítány při sestavování jednotlivých dílčích plánů. Jedná se o dopočet celkového cash flow, nerozděleného zisku, ziskových fondů a hodnoty dlouhodobého majetku.

Následujícím krokem je rozdělení celkových aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a aktiva, která přímo nesouvisí s hlavní činností podniku, tak by měla být oceněna zvlášť. Jednodušeji řečeno, je nutné vybrat taková aktiva, ze kterých společnosti neplynou žádné příjmy nebo pouze jednorázové příjmy. Následně jsou vyloučena z výsledku hospodaření taková aktiva, která nesouvisí s hlavním předmětem činnosti a se kterými nesouvisí výnosy ani náklady. Dále se postupně dostáváme k mezi kroku, a to k tzv. korigovanému provoznímu výsledku hospodaření před odpisy. K němu se dostaneme tak, že se provozní výsledek hospodaření očistí o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a poté se připočte zůstatková cena tohoto majetku.

Pro následující postup je nutné sestavit plán tržeb z výsledků strategické analýzy. Pro predikci jednotlivých hodnot se využívá podílů jednotlivých položek na tržbách.

Další krok je věnován výpočtu čistého pracovního kapitálu (dále jen ČPK), který se vypočítá následovně podle vzorce (2.22). Dále se ukazatel ČPK upravuje a odečítá se časové rozlišení pasiv a přičítá časové rozlišení aktiv.

Nedílnou součástí finančního plánu oceňované společnosti je také plán investic do dlouhodobého majetku a odpisy s ním spojené. Obecně platí, že by měl vycházet z budoucích investičních plánů. Jednou z možností, jak dojít k tomuto plánu je využití metody průměrného podílu investic na celkových tržbách. Obdobně se sestaví i plán odpisů DNM a DHM.

2.5 Metody oceňování podniku

Volba postupu či metody pro oceňování podniku je určována čistě subjektivním postojem oceňovatele, ale také účelem, kvůli kterému se podnik oceňuje. Metod oceňování existuje celá řada a jsou specifické pro zadlužené a nezadlužené společnosti.

Volba vhodné metody oceňování podniku určitým způsobem určuje, zda bude naplněn očekávaný cíl oceňování a samotná volba metody je ovlivněna účelem, pro který je ocenění prováděno.

Následující Tab. 2.2 zobrazuje přehled jednotlivých základních metod oceňování podniku.

Tab. 2.2: Přehled základních metod pro oceňování podniku

Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody) <ul style="list-style-type: none">• Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)• Metoda kapitalizovaných čistých výnosů• Kombinované (korigované) výnosové metody• Metoda ekonomické přidané hodnoty
Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody) <ul style="list-style-type: none">• Ocenění na základě tržní kapitalizace• Ocenění na základě srovnatelných podniků• Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu• Ocenění na základě srovnatelných transakcí• Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody) <ul style="list-style-type: none">• Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen• Substanční hodnota na principu nákladů znovupořízení• Substanční hodnota na principu úspory nákladů• Majetkové ocenění na principu tržních hodnot• Likvidační hodnota

Zdroj: Mařík (2018, s. 45)

V následující části diplomové práce jsou popsány metody výnosové a majetkové. Zároveň je věnována větší pozornost metodám, které byly následně využity v praktické části. Tržní metody nebyly aplikovány při oceňování zvoleného podniku, a proto zde ani nebudou více popsány.

2.5.1 Výnosové metody

Výnosové metody neboli ocenění na základě analýzy výnosů jsou založeny na principu časové hodnoty peněz a relativního rizika investice. Hodnota podniku je pomocí těchto metod určena jako současná hodnota budoucích užitků a samotná hodnota majetku je určena užitkem pro jeho držitele. U hospodářských statků, kam je řazen např. i podnik, se užitkem rozumí očekávané výnosy, kterými mohou být např. finanční toky, dividendy či zisky. Výslednou hodnotu určují náklady kapitálu, budoucí výnosy a časový horizont.

2.5.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Mezi výnosové metody patří především metoda DCF (Discounted Cash Flow), metoda kapitalizovaných výnosů a metoda EVA.

Výnosová metoda DCF je považována za jednu z nejpoužívanějších. Užitek ze statku jsou pro jeho držitele v tomto případě budoucí volné peněžní toky, protože odráží reálně finanční užitek pro investory. Pro stanovení hodnoty podniku pomocí metody DCF je nutné vymezit budoucí volné peněžní toky a náklady kapitálu, kterým jsou tyto peněžní toky diskontovány. Tuto metodu je možno dále rozdělit podle vymezení budoucích volných peněžních toků, nákladů kapitálu a výslednou hodnotou, která je diskontováním získána na:

- metodu DCF – Entity (vyjadřující podnik jako celek),
- metodu DCF – Equity (vyjadřující vlastní kapitál),
- metodu DDM (Dividend Discount Model) (dividentový diskontní model),
- metodu DCF APV (Adjusted Present Value) (upravená současná hodnota).

a) Metoda DCF-Entity

Pomocí této metody je oceňován celkový kapitál podniku, tedy vlastní i cizí kapitál. Pro tento případ jsou volné peněžní toky sestaveny jak z pohledu vlastníků, tak i úročených věřitelů a volné peněžní toky jsou diskontovány průměrným váženým nákladem kapitálu. Výsledná hodnota se vypočte jako (Dluhošová, 2010, s. 176):

$$V = \frac{FCFF}{WACC} , \quad (2.30)$$

a je označována jako perpetuita. Ve vzorci výsledné hodnoty je V označení pro hodnotu podniku, $FCFF$ jsou volné peněžní toky firmy (Free Cash Flow to the Firm) a $WACC$ je označení pro průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Capital Cost).

Mezi nejpoužívanější metody tohoto typu je dvoufázová metoda, která je založena na tom, že je budoucí časové období rozděleno do dvou fází. V první fázi jsou zahrnuty roky, pro které je reálně oceňovatelem vypracovat prognózu volných peněžních toků. Druhá fáze pak začíná od posledního roku první fáze až do nekonečna. Výsledná hodnota podniku je dána výpočtem (Dluhošová, 2010, s.182):

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{PH}{(1 + WACC)^T} , \quad (2.31)$$

kde $FCFF_t$ jsou volné peněžní toky do firmy v roce t , $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu a PH představuje pokračující hodnotu a T je délka první fáze v letech (poslední rok prognózovaného období).

Pokračující hodnota, v předchozím vzorci, je vypočtena dle tzv. Gordonova vzorce následně (Dluhošová, 2010, s.182):

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g} , \quad (2.32)$$

kde g je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tedy do nekonečna. Podmínka pro použití tohoto vzorce je nerovnost:

$$WACC > g . \quad (2.33)$$

Volné peněžní toky pak lze vypočítat pomocí následujícího vztahu:

$$FCFF_t = KPVH_t - I_{n(t)} + ODP_t = KPVH_t - (K_t - K_{t-1} + ODP_t) , \quad (2.34)$$

kde $KPVH_t$ je korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce t , $I_{n(t)}$ jsou netto investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu v roce t , ODP_t jsou odpisy do provozně nutného majetku v roce t , K_t představuje provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t a K_{t-1} je provozně nutný investovaný kapitál předchozího roku.

$KPVH_t$ představuje výsledek hospodaření, který je vytvářen pouze hlavní podnikatelskou činností. V úvahu je brán pouze výsledek hospodaření, který není rozdělen mezi vlastníky a úročení věřitele, zároveň je očištěn o jednorázové položky.

A K_t je výsledkem součtu provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku.

U metody DCF-Entity je diskontní míra představována již zmíněným průměrným váženým nákladem kapitálu a lze jej vypočítat pomocí následujícího vzorce (Dluhošová, 2010, s.116):

$$WACC = \frac{R_D(1 - d) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E} , \quad (2.35)$$

kde je D cizí úročený kapitál, E vlastní kapitál, $C = E + D$ je celkový investovaný kapitál, R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, d je sazba daně z příjmů a R_E představují náklady vlastního kapitálu při určitém zadlužení. Pro samotný výpočet ukazatele $WACC$ je nutné si stanovit náklady na vlastní kapitál. V této diplomové práci bude použit model oceňování kapitálových aktiv (CAMP). Model $CAMP - SML$ beta verze nabývá tvaru (Dluhošová, 2010, s.122):

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F] , \quad (2.36)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E představuje koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního

portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia a $[E(R_M) - R_F]$ je prémie za systematické tržní riziko.

U výpočtu bezrizikové míry výnosu je využito, pokud možno co nejméně rizikové aktivum a s co nejdelší dobou životnosti. Nejčastěji je k tomuto účelu využíváno výnosnosti státních dluhopisů.

Pomocí prémie za systematické riziko je formulováno ocenění rizikovosti konkrétního tržního portfolia. K účelům této diplomové práce je při stanovení tohoto ukazatele použito databáze prof. A. Damodarana.

Další složkou vzorce (2.37) je beta koeficient, pomocí něhož je vyjádřena úroveň rizika daného cenného papíru ve vztahu k celkovému riziku kapitálového trhu. Betu vlastního kapitálu u zadlužené firmy (β^L) lze vyjádřit pomocí následujícího vztahu (Dluhošová, 2010, s.122 a inspirováno Copeland, 1994):

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - d) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.37)$$

kde β^U je beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení. Tento koeficient je opět převzat z databáze prof. A. Damodarana.

Hlavními výhodami metody DCF-Entity patří určitě fakt, že se jedná o jednu z nejpoužívanějších metod v tuzemsku i v zahraničí, využívá se jí v případech ocenění investovaného kapitálu, přičemž se nebere v úvahu financování tohoto kapitálu a dále se využívá při ocenění pouze části podniku.

Naopak mezi hlavní nevýhody metody lze zařadit fakt, že se při oceňování bere v potaz pouze určitá struktura kapitálu, která musí být přizpůsobena tak, aby bylo dosaženo správného ocenění podniku, a zároveň musí být korektně promítnuta do celkových průměrných nákladů kapitálu a nákladů vlastního kapitálu.

b) metodu DCF–Equity

Metoda DCF – Equity se liší od předchozí metody zejména tím, že je oceňován pouze vlastní kapitál. To znamená, že je vypočtena hodnota majetku pro vlastníky firmy. Volné peněžní toky se vztahují k vlastnímu kapitálu (*FCFE – Free Cash Flow to the Equity*), kterými se myslí podíly na zisku společnosti, a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu (R_E) je označován jako diskontní faktor a je odrazem provozního i finančního rizika a odpovídá zadlužení oceňované společnosti.

Metoda DCF – Equity odráží změny zadlužení a úroky a lze pomocí této metody vypočítat shareholder value. Má své velké využití ve finančních a bankovních institucích a také tam, kde má úročený cizí kapitál jiné postavení než ve společnostech nefinančních.

Za jednu z hlavních výhod této metody je to, že výsledky odráží změny zadlužení a úroky. Nevýhodou této metody je to, že se nedá použít pro výpočet hodnoty dílčích částí podniku.

c) metoda DDM

Pomocí tohoto modelu je oceňován vlastní kapitál a peněžní tok pro vlastníky je vyjádřen pomocí dividendy. Hodnotu podniku lze vypočítat tak, že dividendy jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu. Výše hodnoty je ovlivněna mnoha faktory, jako jsou kupříkladu úroveň dividendy, očekávané tempo růstu nebo třeba očekávaná prodejní cena akcie.

Tato metoda je využívána u podniků, které dosahují zisku, a tedy dochází u nich ke stabilnímu vyplácení dividend.

d) metoda DCF APV

Metoda upravené současné hodnoty neboli APV je z výčtu ostatních metod nejméně používanou v tuzemsku a v zahraničí. Brutto hodnota podniku je v tomto případě vypočtena zvlášť pro nezadlužený i zadlužený podnik. U nezadluženého podniku jsou volné peněžní toky (*FCFF*) diskontovány pomocí nezadlužených nákladů vlastního kapitálu. Předpoklad pro nezadluženou firmu je to, že pracovní kapitál a všechna provozně nutná dlouhodobá aktiva jsou kryta pouze vlastními zdroji.

U zadluženého podniku je vypočtení stejné jako u podniku nezadluženého, akorát je potřeba připočítat současnou hodnotu daňového štítu (je diskontován náklady dluhu).

Mezi hlavní výhody použití této metody je to, že lze zjistit, jaká část podniku je vyprodukovaná samotným fungováním firmy a jaká část je tvořena daňovým štítem. Jako další výhodou metody je to, že pro samotný výpočet hodnoty podniku není brán ohled na kapitálovou strukturu majetku (ve formě podílu vlastního kapitálu a cizích zdrojů).

Jako ostatní metody, tak i tato metoda DCF APV má řadu nevýhod, např. je obtížné stanovit náklady vlastního kapitálu (u nezadlužené společnosti). Při tomto určení je použita hodnota nákladů zadluženého podniku konkrétních firem, které jsou představeny na kapitálových trzích a tato hodnota je pak přepočtena na náklady kapitálu zadlužené společnosti.

Jednou z dalších nevýhod je to, že metodu nelze použít pro stanovení hodnoty dílčích částí podniku.

2.5.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých zisků

Za pomoci metody kapitalizovaných čistých zisků je vypočtena přímo hodnota vlastního kapitálu podniku.

Metoda využívá jako *FCF* současnou hodnotu budoucích zisků, které jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu, tedy úrokovou mírou. Tento zmíněný zisk je vlastně účetní zisk podniku, který je však přepočten a upraven např. o mimořádné položky přechodného charakteru (o výnosy a náklady), které jsou vyloučeny, dále o odpisy, o vyjmutí skrytých rezerv, pak jsou odstraněny výnosy a náklady, které nesouvisí s hlavní činností podniku apod.

Hodnota vlastního kapitálu se vypočte podle vzorce (Kašík a Franek, 2015, s.74)

$$V_{VK} = \frac{T\check{Z}}{i}, \quad (2.38)$$

kde $T\check{Z}$ představuje trvalý čistý zisk a i jsou náklady vlastního kapitálu (neboli úroková míra).

Pro zjištění hodnoty trvale čistého zisku je využíváno tzv. paušální metody, která spočívá v predikci budoucích trvalých čistých zisků, a to na základě váženého průměru minulých čistých zisků. Výpočet je následující (Kašík a Franek, 2015, s.74):

$$T\check{Z} = \sum_{t=1}^T v_t \cdot \check{Z}_t, \quad (2.39)$$

kde \check{Z}_t je čistý zisk podniku v minulých letech, v_t představují váhy přiřazené k jednotlivým rokům a T je celkový počet roků, které jsou zahrnuty do výpočtu.

Úroková míra se vypočítává pomocí tzv. stavebnicové metody a vzorec má následující podobu (Kašík a Franek, 2015, s.74):

$$i = i_f \cdot r, \quad (2.40)$$

kde i_f je míra bezpečné výnosnosti neboli bezriziková míra a r je přírážka za riziko. Konečná výše bezrizikové míry se odvozuje z výnosu do doby splatnosti dlouhodobých státních dluhopisů. Obvyklé hodnoty této míry jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 2.3: Obvyklé hodnoty rizikových přírážek u podniků

Popis podniku	Obvyklá výše rizikové přírážky
Zavedené podniky, finančně stabilní, výkonné vedení, omezená konkurence	6-10 %
Zavedené podniky, finančně stabilní, dobré vedení, poměrně silná konkurence	11-15 %
Velmi silná konkurence, dobré výsledky, omezená kapitálová náročnost	16-20 %
Cyklický vývoj, závislost na speciálních zkušenostech a znalostech, obtížně předvídatelný vývoj	21-25 %
Např. samostatní podnikatelé v oblasti služeb	26-30 %

Zdroj: Kašík a Franek (2015, s. 74) s odkazem na Maříka (1998)

Pokud očekáváme konstantní růst budoucího čistého zisku oceňovaného podniku, pak je možno využít následujícího vzorce pro výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu (Kašík a Franek, 2015, s. 74):

$$V_{VK} = \frac{\check{Z}}{i - g}, \quad (2.41)$$

kde \check{Z} je čistý zisk prvního roku budoucího období a g je očekávaná míra růstu budoucího čistého zisku.

2.5.1.3 Metoda EVA

EVA je zkratkou anglického názvu *Economic Value Added* a znamená ekonomickou přidanou hodnotu. Hodnotu EVA je možno použít jako základ pro finanční analýzu, ocenění podniku nebo při jeho řízení.

Ukazatel EVA se řadí mezi další ukazatele výnosnosti, jako je např. ukazatel výnosnosti aktiv (ROA) a výnosnosti vlastního kapitálu (ROE). Právě pomocí tohoto ukazatele jsou odstraněny nedostatky výše zmíněných ukazatelů výnosnosti. Mezi hlavní nedostatky patří zejména to, že ukazatelé ROA a ROE nezohledňují časovou hodnotu peněz nebo riziko, jaké investoři podstupují. Další nevýhodou je to, že lze pomocí účetních ukazatelů ovlivňovat hodnotu výsledného zisku. A důsledkem je toho pak skutečnost, že ukazatele rentability nereflktují s hodnotami akcií. Tyto nepřesnosti by právě měly být odstraněny pomocí ukazatele EVA.

Základem pro hodnotu EVA je ekonomický zisk, který je vykazován tehdy, pokud jsou splaceny nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál.

Metoda EVA se může počítat více variantami (ekvity, entity a APV), nejobvyklejší varianta je výpočet pomocí EVA entity.

K propočtu EVA potřebujeme tři veličiny:

2.5.2 Majetkové metody

Tato metoda spočívá v ocenění jednotlivých složek závazků, dluhů a aktiv. Danou majetkovou hodnotou podniku se chápe souhrn individuálně oceněných položek celkového majetku a od nich je následně odečten souhrn individuálně oceněných závazků.

Pod majetkové metody je možné zařadit **metodu účetní, substanční a likvidační**.

Účetní metoda

Metoda je založena na ocenění fixního a oběžného majetku, závazků a dluhů v jejich nominální hodnotě. Jako základní výkaz pro hodnocení se používá rozvaha a výsledná hodnota je odvozena z historických cen. U této metody se oceňují jednotlivé složky aktiv zvlášť a následným součtem zjištěných cen dostaneme souhrnné ocenění aktiv. Hodnotu vlastního kapitálu pak zjistíme jako rozdíl hodnoty oceněných aktiv a hodnoty dluhů a závazků.

Tento vztah lze vyjádřit následovně (Kašík a Franek, 2015, s. 71):

$$V = A - D, \quad (2.42)$$

kde V je účetní hodnota vlastního kapitálu podniku, A je účetní hodnota aktiv podniku a D je účetní hodnota celkových dluhů (závazků) podniku. Mezi hlavní výhody metody patří zejména jednoduchý výpočet a relativně snadná dostupnost dat, na druhou stranu je metoda brána jako jedna z méně přesných.

Přestože je metoda jednoduchá na provedení, tak má hodně nevýhod. Jedním z nich je to, že data pro výpočet jsou převzata z rozvahy a popř. nejsou zohledněna nehmotná aktiva u oceňované společnosti. Dále není při výpočtu vycházeno z tržních hodnot a ty se mohou lišit od nominálních účetních hodnot.

Substanční metoda

Pomocí substanční metody jsou aktiva oceňována reprodukční pořizovací cenou, ty jsou však sníženy o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění. Předpokladem však je pokračování podniku v jeho činnosti.

Pod pojmem substanční hodnota se rozumí souhrn všech samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků.

Tato metoda má oproti předchozí účetní metodě přednost takovou, že při ocenění položek majetku jsou již brány v úvahu tržní podmínky, protože jsou k ocenění používány reprodukční pořizovací ceny. Důsledkem je pak reálnější zobrazení hodnoty majetku.

Jako hlavní nevýhodu lze zmínit to, že tato metoda do svých výpočtů nezařazuje nehmotná aktiva jako je třeba goodwill.

Metoda likvidační hodnoty

Předpokladem pro použití metody likvidační hodnoty je, že podnik, u kterého je metoda aplikována, ukončí svou činnost. Tedy, že jeho jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny všechny jeho závazky, vč. odměny likvidátora.

Hlavní nevýhodou této metody je její složitější výpočet, protože výsledná hodnota je závislá na mnoha složitě odhadnutelných faktorech.

Výsledná likvidační hodnota vytváří dolní hranici hodnoty podniku.

2.5.3 Metody komparativní

Metody jsou označovány také jako metody tržního srovnání nebo metody relativního oceňování. Pro aplikaci metody je základ ocenění jednotlivých složek aktiv s použitím stejných položek u srovnatelných podniků.

Mezi hlavní výhody komparativní metody lze zařadit relativní jednoduchost výpočtu a rychlost výpočtu. Do samotného výpočtu lze také zahrnout přírážky či srážky, které jsou závislé na subjektivním názoru oceňovatele. Metoda zároveň vymezuje určitý interval, ve kterém se výsledná hodnota může pohybovat. Takto pak lze posoudit reálnost výsledků, které byly získány pomocí výnosové metody.

Mezi hlavní nevýhody patří nízká vypovídací schopnost metody z hlediska obtížnosti nalézt podobný podnik vhodný ke srovnání a vybrání vhodného porovnatelného ukazatele a následné vypočítání multiplikátoru.

2.5.4 Kombinované metody

U této metody jsou použity výsledky z výše uvedených metod, které se následně zprůměrují. K výpočtu hodnoty oceňovaného podniku je využíván vážený průměr.

Mezi nejvíce používané kombinace metod patří metoda výnosová a substanční, protože bere ohled jednak na výnosovou, tak i majetkovou hodnotu společnosti. Následně se hodnota podniku stanoví jako aritmetický průměr substanční a výnosové metody.

Mezi hlavní výhody tohoto přístupu lze zařadit zejména to, že u použitých metod jsou částečně odstraněny jejich nedostatky.

2.6 Analýza citlivosti

Aby byla finanční analýza úplná a do detailu propracovaná, tak se využívá metoda analýza citlivosti. Využívá se k odhadu vlivu změn vybraných faktorů na konečný výsledek a také hledání faktorů podle jejich intenzity vlivu. Může se jednat o vlivy pozitivní, tak i negativní.

Analýza citlivosti je metoda, která je také označovaná pod jiným názvem, a to „Co když...“ analýza („What if...“) a klade si za cíl ohodnotit, jak se změní konečná hodnota (např. hodnota podniku), pokud dojde ke změně jednoho ze stupních parametrů.

Obecný syntetický finanční ukazatel má následující tvar funkce dílčích faktorů (Dluhošová, 2010, s. 38):

$$U = f(F_1, F_2, \dots F_n). \quad (2.43)$$

Citlivost souhrnného ukazatele lze stanovit dvěma způsoby. Prvním z nich je určení hodnoty při změně faktoru (Dluhošová, 2010, s. 38):

$$U_{\alpha}^{F1} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, \dots F_n], \quad (2.44)$$

kde α je relativní odchylka a může nabývat kladných nebo záporných hodnot.

A druhý způsob spočívá v určení přírůstku hodnoty vlivem změny faktoru (Dluhošová, 2010, s. 38):

$$\Delta U_{\alpha}^{F1} = U_{1+\alpha}^{F1} - U = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, \dots F_n] - U, \quad (2.45)$$

Metoda analýza citlivosti zkoumá všechna data, která jsou potřebná pro ocenění podniku, jako jsou např. výše investic do dlouhodobého majetku a do pracovního kapitálu, predikované tržby, výše odpisu, změna provozní marže nebo také hodnoty týkající se vývoje trhu (např. hodnota tempa růstu).

3 Charakteristika podniku v potravinářském průmyslu

Třetí kapitolou začíná aplikační část této diplomové práce. Jak sám název kapitoly napovídá, je zde představen oceňovaný podnik a zejména jeho charakteristiky.

V první části kapitoly je věnována pozornost základním údajům společnosti a jeho historii. V další části je provedena strategická analýza, která zahrnuje PEST analýzu a následně finanční analýza, ve které je provedena vertikální, horizontální a poměrová analýza společnosti za pět let, tedy za období roků 2013-2017.

Cílem této kapitoly bylo představit oceňovanou společnost a zejména zjistit finanční situaci a zdraví podniku za posledních pět let.

3.1 Základní údaje podniku Pivovar HOLBA, a.s.

Pivovar HOLBA a.s. je právnickou osobou – akciovou společností se základním kapitálem 209 mil. Kč. Akcie v počtu 10 ks v hodnotě 100 tis. Kč a v počtu 208 ks v hodnotě 1 mil. Kč jsou emitované v listinné podobě.

Společnost Pivovar HOLBA, a.s. byla zapsána do obchodního rejstříku dne 22. ledna 1996. V současné době zaměstnává přes 150 zaměstnanců a svou velikostí produkce patří mezi deset největších pivovarů v ČR a skupina holdingu PMS a.s. náleží mezi čtyři rozhodující pivovarské skupiny v ČR. Tyto úspěchy dokládá vzrůstající výroba a prodej piva.

Do skupiny holdingu PMS a.s. patří právě Pivovar HOLBA, a.s., Pivovar ZUBR a.s. a Pivovar LITOVEL a. s.

Pivovar zavedl název Holba, který je odvozen od pojmenování místa, kde je závod umístěn. Vesnice Holba se později stala součástí Hanušovic.

Značka Holba je spojena s novým sloganem „Ryzí pivo z hor“, který navazuje na základní aspekt prezentace spojení produktu s přírodou.

Mezi hlavní podnikatelské činnosti patří zejména pivovarnictví a sladovnictví. Kvalitní hanušovické pivo získalo řadu ocenění v různých soutěžích.

Bližší informace jsou uvedeny v následující Tab. 3.1 a logo společnosti na Obr. 3.1.

Tab. 3.1: Základní údaje o společnosti Pivovar HOLBA, a.s.

Obchodní název	Pivovar HOLBA, a.s.
Sídlo	Pivovarská 261, 788 33 Hanušovice
Právní forma	Akciová společnost
IČO	64610276
Základní kapitál	209 000 000 Kč
Předmět podnikání	Pivovarnictví a sladovnictví

Zdroj: vlastní zpracování dle výpisu z obchodního rejstříku Pivovaru HOLBA, a.s. a

Výročních zpráv Pivovaru HOLBA, a.s. (2017)

Obr. 3.1: Logo společnosti Pivovar HOLBA, a.s.



Zdroj: Pivovar HOLBA, a.s. (2019)

Aktuálně pivovar vyrábí tyto druhy piva:

- Holba Horská 10
- Holba Šerák
- Holba Premium
- Holba Polotmavá 11
- Holba Free
- Holba Keprník
- Holba Speciál
- Holba Kvasničák
- Holba Brusinka s mátou
- Holba Horské bylinky

Samotná výroba piva je specifický proces a pro pochopení následující finanční a strategické analýzy je zde uveden také postup jeho výroby: „Pivo se vyrábí z obilního sladu, vody a chmele. V našich zemích se slad připravuje výhradně z ječmene. Na Hané byl vyšlechtěn do mimořádné sladovnické kvality. Výroba sladu spočívá v máčení ječmene v tzv. humnech, kdy po 6-7 dní probíhá klíčení a vzniká tzv. zelený slad, který se suší na hvozdech. Chmel se používá pouze při přípravě piva a svou specifickou hořkostí ovlivňuje chuťové vlastnosti nápoje. Kvalita vody má při výrobě velký vliv na charakteristické vlastnosti určité značky piva, například hanušovický pivovar čerpá tzv. Millionovou vodu, která pochází z vrtů ze skalních vrstev starých miliony let.

Při výrobě piva se rozemletý slad sype do sladinové kádě a s proudem horké vody vytvoří kaši – rmut, který se přečerpává do scezovací kádě, kde se tekutina pročistí. Takto vzniklá sladina přechází do varného kotle, kam se přidává chmel. Po uvaření vzniká mladina. Odstraní se chmel a po dalším čištění přichází mladina do chladiče, aby získala teplotu nezbytnou ke kvasnému procesu. Po době prvního kvašení přečerpává se mladina do tanků, kde dozrává. Po filtraci přechází pivo do přetlačeného tanku, odkud je připraveno opustit pivovar v sudech nebo lahvích, popř. plechovkách.“ (Melzer, 2004, s. 5)

3.2 Historie podniku

Hlavním iniciátorem založení pivovaru byl Josef Müllschitzky (1827-1879), sládek a nájemce žerotínského pivovaru v nedaleké Kopřivné. Tato oblast byla vybrána s ohledem na to, že Hanušovice byly železniční stanicí na trati Šternberk-Dolní Lipka zprovozněnou v roce 1873. Ve své době představovaly ideální polohu a dobré podmínky pro dynamicky se rozvíjející různá odvětví průmyslu. 25. srpna 1874 se ustanovila veřejná společnost pro vybudování pivovaru pod hlavičkou firmy Brauerei von Müllschitzky & Com. zu Hannsdorf-Halbseite. První várka byla uvařena 28. prosince 1874 a již v prvním roce fungování vystavil pivovar celkem 15 900 hl piva a v dalších letech se provozy rozšiřovaly a výstav narůstal.

Do akciové společnosti se později připojily i pivovar z Třemešku a ze Šumperka, čímž bylo zajištěno rozhodující postavení hanušovického pivovaru v produkční struktuře. V Šumperku byla zastavena výroba piva a v provozu zůstala jen sladovna. V konkurenčním boji pivovary hanušovický i třemešský uváděly na trh i speciální várky. Ekonomická síla pivovaru se rozšiřovala a projevila se zejména likvidací dalších výrobců. V roce 1916 byly vykoupeny pivovary v Javorníku a Králíkách a byl zastaven jejich provoz. V témže roce v rámci snížení provozních nákladů skončila výroba piva v Třemešku a hanušovický pivovar se tak stal významným průmyslovým podnikem.

Za první světové války se prováděly jen nejnútnejší udržovací práce a roční výstav klesl na pouhých 22 157 hl. Později v meziválečném období měla produkce hanušovického pivovaru vzestupnou tendenci, což svědčí o jeho soustavné kvalitě. Dokonce se pivovar zařadil v produkci na třetí místo na Moravě. K celkovému úspěchu velmi dopomohla modernizace provozu. Jednalo se zejména o rozšíření ležáckého sklepa a zprovoznění nové varny.

V prvních letech II. světové války byly zřízeny nové dílny, instalovány větrací zařízení a chladicí aparatura. Během času se do výroby začaly promítat důsledky válečného hospodářství. Jednalo se zejména o nedostatek surovin, chyběly dopravní prostředky a zaměstnanci odcházeli na frontu. Na jejich místa přišli Angličtí váleční zajatci a Češi na nucené

práce, kteří později sehráli významnou roli při záchraně před zničením pivovaru na konci války. Válečné časy se pochopitelně promítly do produkce, která z rekordního výstavu roku 1939 (170 064 hl) klesla na výrobu pohybující se kolem 100 000 hl ročně.

Zásluhou českých zaměstnanců pivovar nepřerušil výrobu v kritických květnových dnech roku 1945. Urychleně byly dány do provozu sklady v řadě měst severní a střední Moravy a konsolidovala se personální situace v oblasti odborné pivovarské práce.

V roce 1948 se stal národním správcem n. p. Českomoravské pivovary. Ještě téhož roku byl pivovar znárodněn a na krátkou dobu vznikl samostatný Hanušovický pivovar n. p. Následující roky až do konce padesátých let se vyznačovaly téměř chaotickým přecházením pivovaru z jedné správy do druhé (jednalo se zejména o správu Severomoravskými pivovary, n. p. Litovel a Hanáckými pivovary, n. p. Přerov). V tomto období pivovar těžil zejména z investic a stavebních úprav realizovaných v období první republiky.

V následujícím desetiletí se situace radikálně změnila a hanušovický pivovar řadou investic v rychlém tempu dosáhl vybavení závodu, které odpovídalo dobovým trendům. Za zmínku určitě stojí nová spilka (v roce 1963), úprava ležáckých sklepů (1965), zřízení filtrační stanice, instalace sklepního potrubí a uvedení do provozu stáčírny v Šumperku. Dále rekonstrukce sladovny (1967) a nahrazení dřevěných sudů hliníkovými (v roce 1970).

V roce 1984 se objevilo 11° pivo, které také díky distribuci v láhvích získalo svou oblibu. V následujících letech pak proběhly úpravy ve varně, kde původně sladidlový filtr nahradila měděná scezovací kád'. Rok 1986 znamenal pro podnik zrušení dubových sudů v ležáckých sklepech a nahrazení ocelovými tanky.

Nové společenské a hospodářské podmínky, které nastoupily počátkem devadesátých let, neminuly ani hanušovický pivovar. Z národního podniku Severomoravské pivovary Přerov se nejdříve stala akciová společnost Moravskoslezské pivovary Přerov, jejíž součástí byly pivovary Hanušovice, Litovel, Olomouc, Opava, Přerov, Vsetín. V roce 1996 vznikla samostatná a. s. Pivovar Holba Hanušovice. Společně s Pivovarem Zubr Přerov, a.s., Pivovarem Litovel, a.s. se stala součástí holdingu PMS, a.s., se sídlem v Přerově.

Vlajkovou lodí produkce se stalo 11° pivo Šerák, pojmenované po jednom z významných vrcholů Jeseníků.

Po roce 1993 se v podniku realizovaly mnohamilionové investice do rozvoje výroby, K nejvýznamnějším náleželo zajištění vlastního zdroje mimořádně kvalitní vody. Proběhla také výstavba cylindrických tanků pro dokvašování sladu, příslušné technologie začaly řídit počítačové programy. Pivovar se investicemi angažoval i v komunální problematice a

v polovině devadesátých let byla vybudována čistírna odpadních vod, jejíž kapacita je dostačující i pro město.

Uplynulé roky byly nadále ve znamení stabilizace a rozvoje v oblastech obchodu, financování, zabezpečení výroby a kvality.

Pivovar HOLBA, a.s. se svou velikostí produkce patří mezi deset největších pivovarů v ČR a skupina holdingu PMS náleží mezi čtyři rozhodující pivovarské skupiny v ČR. Tyto úspěchy dokládá vzrůstající výroba a prodej piva.

Došlo také ke zvýšení exportu. V současné době lze pivo objednat v Izraeli, Maďarsku, Polsku, Řecku a Švédsku.

Dosažené výborné obchodní výsledky měly základ v efektivním vynakládání investic se záměrem optimalizace výrobního procesu. Vztah k přírodě není jen součástí firemního sloganu. Vybudování plynové kotelny napomohlo ke zlepšení čistoty ovzduší ve městě a okolí. Revitalizace rybníků vytvořila podmínky pro ochranu vzácných vodních živočichů. Rekonstrukce kvasničného hospodářství, chlazení a výroby vzduchu přispěly ke zkvalitnění výroby.

Kvalitní hanušovické pivo získalo řadu ocenění v různých soutěžích. Firma Pivovar HOLBA, a.s. získala kupříkladu v roce 2017 následující ocenění (VZ 2018):

- **Degustační soutěž PIVEX:** – Holba Horská 10°
- **Degustační soutěž PIVO ČESKÉ REPUBLIKY 2017:**
 - Holba Speciál – 1. místo v kategorii světlý ležák
 - Holba Premium – absolutní vítěz soutěže
 - Holba Premium – 3. místo v kategorii 12° piv
 - Holba Horské bylinky – 2.místo v kategorii ochucená piva
 - Holba Brusinka s mátou – 3.místo v kategorii ochucená piva
- **Degustační soutěž Zlatá pivní pečť:**
 - Holba Horské bylinky – 1.místo
 - Holba Brusinka s mátou – 2.místo
 - Holba Speciál 13° - 3.místo
- **Degustační soutěž Žatecká dočesná:**
 - Holba Premium - 1.místo
 - Holba Polotmavá 11° - 2.místo

3.3 Strategická analýza

V podkapitole strategické analýzy je provedena analýza externího prostředí podniku a analýza odvětví, ve kterém Pivovar HOLBA, a.s. působí.

3.3.1 Externí analýza

Pro zhodnocení předmětné společnosti je využito PEST analýzy, jejíž pomocí jsou popsány právní, politické, sociální, ekonomické a technologické faktory, a to v oblasti, v nichž společnost působí. Jsou to faktory, které společnost nemůže ovlivnit, popřípadě jenom v omezené míře.

Faktory právní a politické

Česká republika je suverénní stát, který prostřednictvím svých státních orgánů vydává právní předpisy v různých formách, například zákony, nařízení, vyhlášky nebo další právní předpisy. Pomocí těchto právních předpisů reguluje stát oblasti, v nichž má právní zájem a zároveň se jimi mimo jiné řídí všechny právnické osoby, jež provozují podnikání v České republice. Do skupiny hlavních zákonů, které určitým způsobem upravují podnikání, patří zejména zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, zákon č. 280/2009 Sb., daňový řád, zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce, zákon č. 563/1991 Sb. o účetnictví a další předpisy související s jejich podnikáním. S jakýmkoli právními předpisy je spojena také jejich vymahatelnost, která se projevuje i v důvěře podnikatelských subjektů v soudní moc, a to zejména s ohledem na délku soudních řízení. I přestože došlo k 1.1.2014 k rekodifikaci soukromého práva a nabyly účinnosti zákony jako občanský zákoník nebo zákon o obchodních korporacích, tak právní nejistota při výkladu některých problémů stále zůstává, protože pro vytvoření podrobné a ucelené judikatury nebo systému stanovisek Nejvyššího soudu ČR nebo Ústavního soudu je potřeba mnohem delšího časového období.

Daňová zátěž je také jeden z dalších aspektů, se kterým je při provozování podnikatelské činnosti nutno počítat, přičemž je smutnou pravdou, že daňová soustava je v českém právním řádu velmi nepřehledná. Podstatně velkou zátěží pro podnikatelské subjekty jsou odvody sociálního a zdravotního pojištění za zaměstnance, neboť u celkového zdanění příjmu spadá Česká republika do skupiny zemí s nejvyšším podílem celkových odvodů ze zaměstnaneckých příjmů. Když k této skutečnosti připočteme i konstantní politický tlak na zvyšování minimální mzdy, tak jsou podnikatelské subjekty pod neustálým tlakem na zvyšování mzdových výdajů pro provoz jejich podniků.

Faktory ekonomické

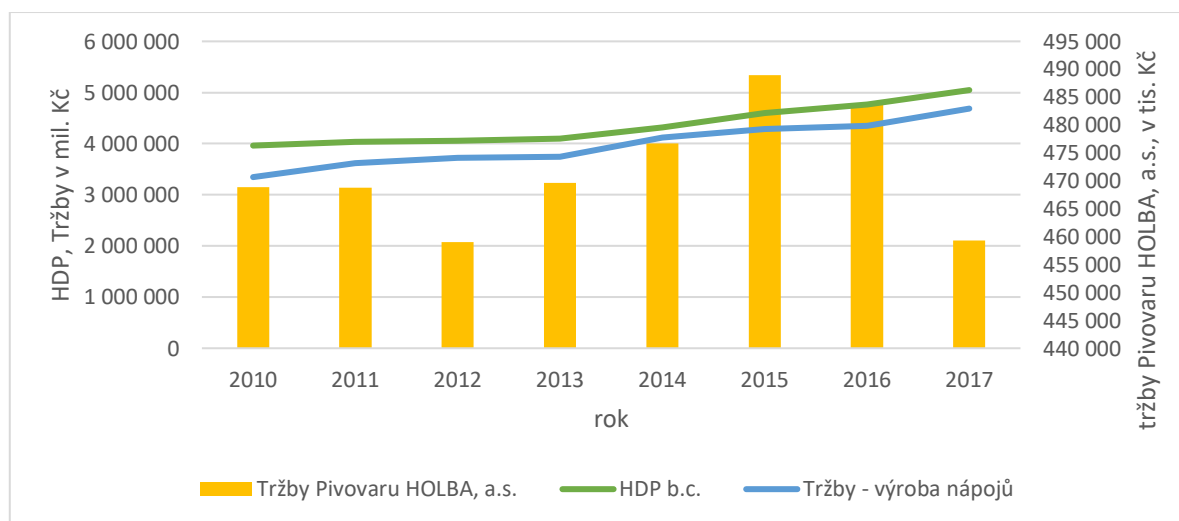
Mezi hlavní faktory ekonomického prostředí, které ovlivňují podnikatelské prostředí oceňovaného subjektu, patří zejména vývoj HDP, inflace, úrokové míry, nezaměstnanosti, měny a další. V závěru zhodnocení ekonomických faktorů bude provedeno porovnání rentability vlastního kapitálu celého oddílu výroby nápojů s podnikem Pivovar HOLBA, a.s.

- **Vývoj hrubého domácího produktu**

Jedním z hlavních výstupů ekonomiky je beze sporu ukazatel hrubého domácího produktu. Hrubý domácí produkt (dále jen HDP) je jedním z hlavních ukazatelů, který se využívá pro určení výkonnosti ekonomiky státu. Mělo by platit, že čím je dosaženo lepších výsledků u jednotlivých firem, tím by měly být i lepší výstupy celého průmyslu a očekává se i růst celkového HDP, za jinak neměnných okolností.

Níže zobrazený graf porovnává vývoj tržeb společnosti Pivovar HOLBA, a.s. s tržbami v oddílu výroby nápojů a vývoje celého HDP v ČR v období 2010-2017.

Graf 3.1: Porovnání vývoje tržeb oddílu, Pivovaru HOLBA, a.s. a HDP



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ a dat z ČSÚ

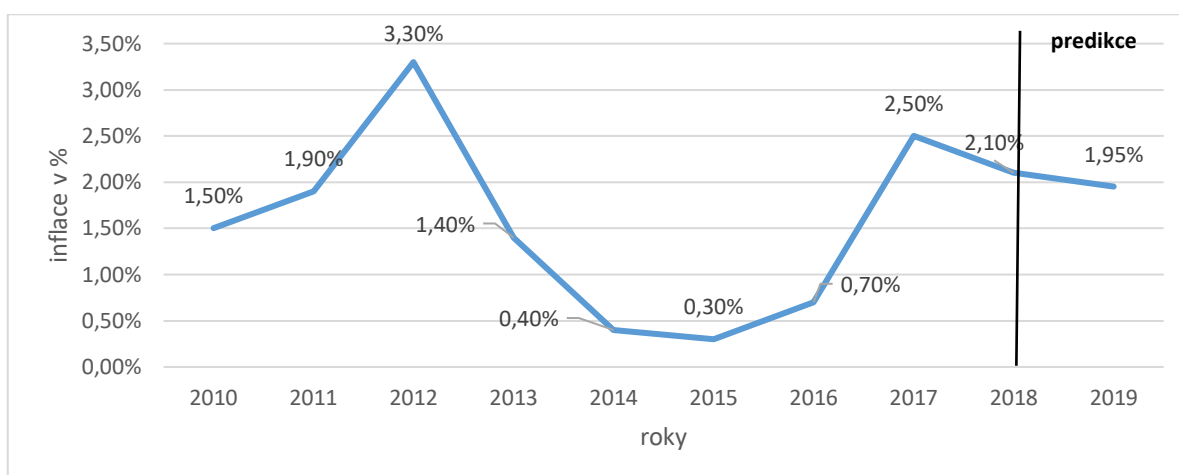
Z grafu 3.1 je možné vyčíst pozvolný růst křivky vývoje HDP a tržeb v oddílu výroby nápojů. Co se týče tržeb Pivovaru HOLBA, a.s., lze spatřit vývoj v určité sinusoidě a nelze tedy vyvodit shodu ve vývoji hlavního ukazatele ekonomiky, ukazatele HDP.

Pro rok 2019 se očekává růst HDP o 2,9 % a pro rok 2020 o 3 %. Na základě neshody ve vývoji společnosti a celkové ekonomiky nelze predikovat další vývoj pivovaru.

- **Vývoj inflace**

Změna cenové hladiny vyjádřenou mírou inflace je znázorněna na následujícím grafu 3.2

Graf 3.2: Vývoj inflace v letech 2010-2018 a predikce pro rok 2019



Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ

Většina ekonomů je toho názoru, že je pro ekonomiku výhodná nízká stabilní inflace. Zachování nízké a stabilní míry inflace je obvykle svěřena do rukou měnovým orgánům, jako je centrální banka. Ta mimo jiné řídí velikost peněžní zásoby pomocí nastavených úrokových sazeb, stanovení sazby povinné minimální rezervy a operacemi na volném trhu. Podle ČNB je optimální udržovat míru inflace v okolí 3 %.

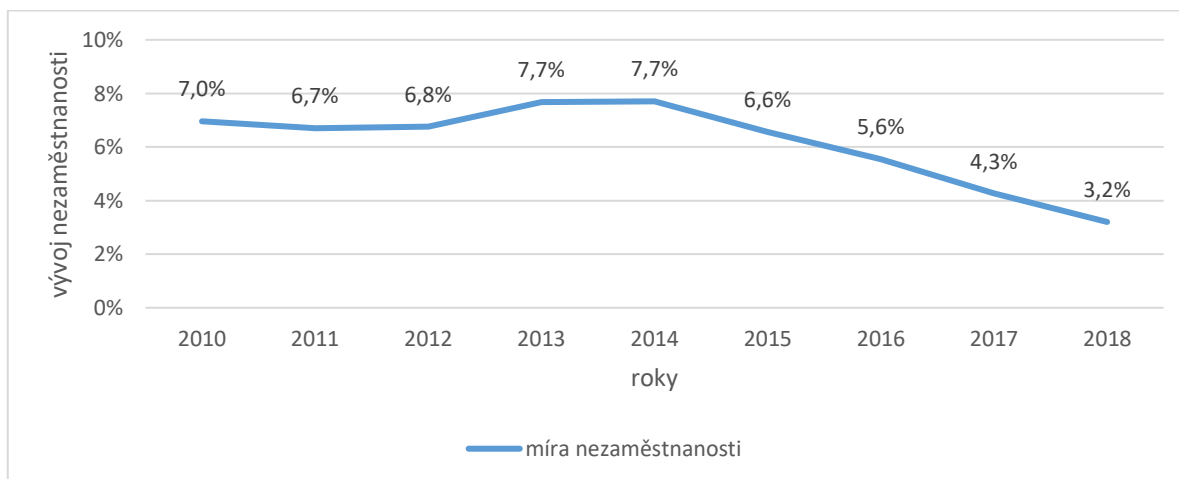
Hodnoty okolo 3 % bylo dosaženo v roce 2012 a následně měla klesající tendenci. Mírný růst míry inflace nastal mezi lety 2015-2017 a následně je vidět opět pokles. Predikce na následující rok je někde mezi hodnotami 1,9-2 %.

Výše inflace v podniku ovlivňuje nejen náklady na vstupy, ale i skutečnou hodnotu mezd a následně i míru nezaměstnanosti. Pokud podnik na inflaci nebude reagovat, tak si v důsledku snižuje hodnotu marže a tím pádem i celkový výsledek hospodaření.

- **Vývoj nezaměstnanosti**

Po zhodnocení vývoje míry inflace následuje hodnocení míry nezaměstnanosti.

Graf 3.3: Vývoj míry nezaměstnanosti v letech 2010-2018



Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ

Česká republika patří do skupiny států v EU s nejnižší mírou nezaměstnanosti. Tomuto postavení odpovídá i její vývoj, kdy v roce 2014 činila míra nezaměstnanosti 7,7 %, v následujícím roce pak klesla na 6,6 %. Klesající trend míry nezaměstnanosti se projevil i v roce 2016, neboť v tomto roce činila míra nezaměstnanosti výši 5,6 %. V roce 2017 míra nezaměstnanosti i nadále klesala, a to dokonce na hodnotu 4,3 %.

V roce 2018 činila míra nezaměstnanosti 3,2 %. Výše míry nezaměstnanosti je pro každou ekonomiku jiná a nelze říci, jak vysoká míra je žádoucí.

- **Vývoj úrokových sazeb**

Jelikož Pivovar HOLBA, a.s. využívá úvěr, tak je na místě zhodnotit v rámci jeho makroprostředí také vývoj úrokové sazby.

Pro tento účel byla vybrána dvoutýdenní REPO sazba, kterou udává ČNB. Touto sazbou je úročená nadbytečná likvidita komerčních bank tak, že jsou přebytečné prostředky uloženy u ČNB na období dvou týdnů.

Tab. 3.2: Vývoj dvoutýdenní REPO sazby ČNB

07.05.2010	0,75
29.06.2012	0,50
01.10.2012	0,25
02.11.2012	0,05
04.08.2017	0,25
03.11.2017	0,50
02.02.2018	0,75
28.06.2018	1,00
03.08.2018	1,25
27.09.2018	1,50
02.11.2018	1,75

Zdroj: www.cnb.cz

Od nastavené výše REPO sazby ČNB se následně odvíjí nastavení úroků jednotlivých bank a tím pádem je ovlivněno i úročení vkladů Pivovaru HOLBA, a.s.

3.3.2 Analýza odvětví

Vaření piva je v českých zemích více než tisíciletou tradicí. V současné době se tato součást našeho života pomalu vytrácí, mění se postupně i procento vyčepovaného a baleného piva. Dle Panoramatu zpracovatelského průmyslu (2017) za rok 2017 poměr činil 38:62, přičemž ještě pár let zpátky byl poměr obrácený. Rychlost doby i změna životního stylu obyvatelstva spolu s regulacemi se promítá do pivovarnického oboru.

V posledních letech je zaznamenán rozvoj mini pivovarů s velmi dobrým technologickým standardem a dobrou kvalitou a zároveň vzrostla obliba plechovkového piva a PET lahví konzumovaných doma.

Pozitivní ale je, že se pivovarnický obor neustále vyvíjí a je sledován nárůst nových malých pivovarů, přibližujeme se tak k pivovarnickým zemím, jako je Rakousko, Německo nebo Belgie.

Podle Panoramatu zpracovatelského průmyslu za rok 2017 bylo z ČR v roce 2017 vyvezeno 4,6 mil. hektolitřů piva, což je v meziročním srovnání nárůst o 4,5 %. Nejvíce piva se vyvezlo na Slovensko, do Německa a Polska. Export mimo EU vzrostl o 18 % oproti roku minulému a mezi největší spotřebitele českého piva se řadí Rusko, Korejská republika a USA.

Celkový výstav však loni poklesl o 0,7 % a produkce určená pro tuzemský trh se snížila o 2,1 %. Od roku 2010 také vzrostl objem produkce sladu, a to ze 498 tis. tun na cca 546 tis. tun.

- **Dodavatelé**

Pro výrobu piva je velmi důležitý chmel jako hlavní surovina, ale je také nejdražší. Pivovar HOLBA, a.s. ctí tradici a nechce měnit chuť piva, na kterou má právě kvalita chmele největší vliv.

Druhou hlavní surovinou je voda, kterou si však dodává pivovar sám ze svého vrtu, který se nachází přímo v areálu podniku.

Pivovar má tedy všechny potřebné dodavatele, na které se může spolehnout s dodávkou potřebných surovin a materiálu v daný čas a v požadované kvalitě.

- **Zákazníci**

Spotřeba čepovaného piva rok od roku klesá a nahradil jej nový trend, a to vyšší spotřeba plechovkového piva a piva v PET lahvích. Většina spotřebitelů dává přednost konzumaci tohoto nápoje doma před restauračními zařízeními.

Zároveň je v poslední době velká obliba ve zdravém životním stylu a obecně konzumace alkoholických nápojů klesá.

Co je však na vzestupu, je stoupající obliba pití klasického ležáku, speciálně dochucených piv k různým příležitostem a ochucených nealkoholických piv.

Pivovar HOLBA, a.s. se snaží zaujmout potenciální zákazníky také pomocí reklamy, kde je hlavním sloganem podniku „Ryzí pivo z hor“.

Společnost je také velmi činná na svých webových stránkách, na Instagramu a Facebooku. Každoroční tradicí se již staly Pivovarské slavnosti pořádané na přelomu srpna a září.

- **Konkurence**

Pivovar HOLBA, a.s. patří mezi 10 největších pivovarů v ČR a obecně v tomto odvětví panuje silná konkurence.

V následující tabulce je uvedeno pořadí největších konkurentů podle jejich ročního výstavu piva.

Tab. 3.3: Žebříček největších konkurenčních pivovarů

Pořadí	Název pivovaru	Výstav
1.	Plzeňský Prazdroj	10 150 000 hl
2.	Pivovary Staropramen	3 100 000 hl
3.	Heineken Česká republika	2 300 000 hl
4.	Budějovický Budvar	1 470 000 hl
5.	Pivovary Lobkowicz Group	894 000 hl
6.	LIF Group	802 000 hl
7.	Pivovar HOLBA	314 226 hl
8.	Rodinný pivovar Bernard	265 000 hl
9.	Pivovar Nymburk	163 500 hl
10.	Pivovar Samson	156 000 hl

Zdroj: Vlastní zpracování dle webu www.zejdlík.cz

Pivovar HOLBA, a.s. patřící do skupiny PMS Přerov patří na 7. místo v žebříčku výstavu piva s 314 226 hl piva.

- **Zaměstnanci**

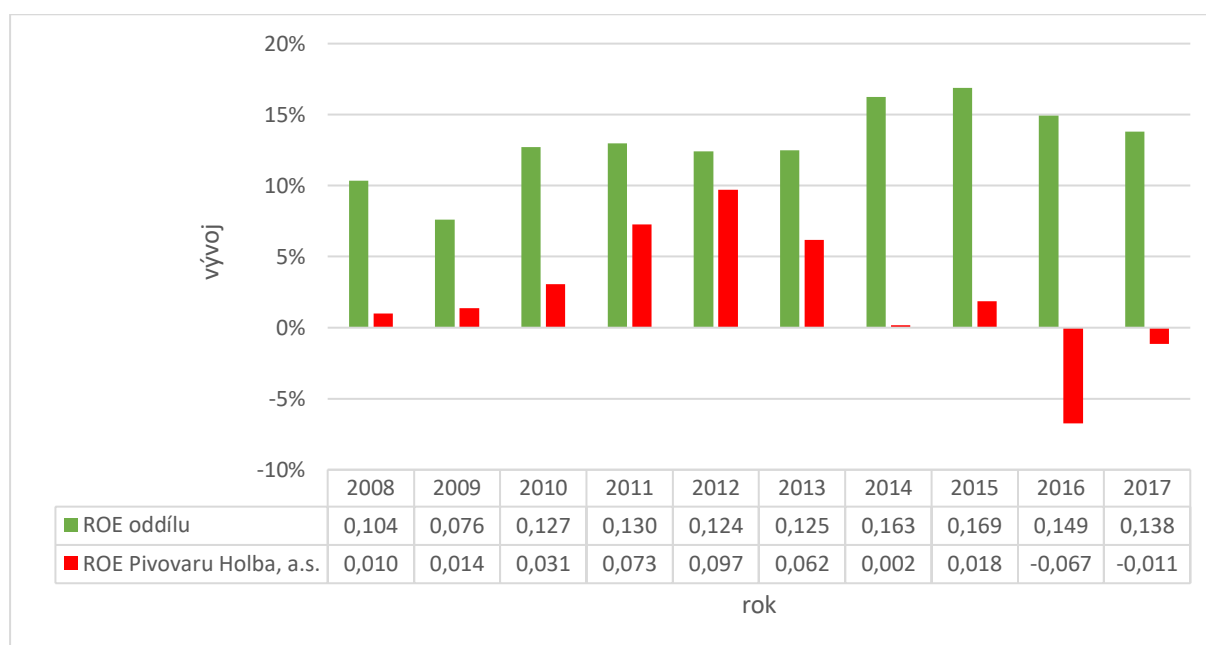
Na Jesenicku a Šumpersku jsou velké rozdíly v nezaměstnanosti, velkou roli zde hraje vzdálenost od větších center, ale hlavně dopravní dostupnost. Dle článku v Šumperském a Jesenickém Deníku (10.1.2017) je nejhorší míra nezaměstnanosti právě na Hanušovicku, kde se nezaměstnanost pohybuje nad hodnotou 13 %. V roce 2016 zde zkrachovala velká firma ZKL, která zaměstnávala okolo 500 lidí. (Šumperský a Jesenický Deník, 2017)

Počet zaměstnanců u oceňovaného podniku se ve sledovaných letech (2013-2017) téměř neměnil a pohyboval se okolo 150 zaměstnanců, v posledním sledovaném roce navýšil své stavy pouze o 3 pracovní pozice.

- **Rentabilita vlastního kapitálu**

Doplňkem ke zhodnocení vývoje zpracovatelského průmyslu, konkrétně oddílu výroby nápojů, je zvolen ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE).

Graf 3.4: Vývoj ukazatele ROE oddílu výroby nápojů a Pivovaru HOLBA, a.s.



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ a MPO

V Grafu 3.4 je porovnáván vývoj ukazatele ROE Pivovaru Holba, a.s. a vývoj ROE oddílu výroby nápojů dle CZ NACE. Pro lepší představivost velikosti ukazatelů je ke grafu přiložena tabulka výsledných hodnot.

Ve sledovaném úseku se ROE Pivovaru Holba, a.s. pohybovaly po určité sinusoidě a vůbec nekopírovaly dosažené výsledky celého oddílu. Jedná se totiž o velmi specifickou část zpracovatelského průmyslu, který odráží výrobu nealkoholických produktů, ale také alkoholických. Dále je odrazem aktuálních sociálních trendů, o kterých bylo již zmíněno u analýzy zákazníků.

3.4 Finanční analýza

Součástí aplikační části je po strategické analýze také finanční analýza podniku, kde je provedena vertikální, horizontální a poměrová analýza včetně jejich postupných shrnutí dosažených výsledků.

K jednotlivým výpočtům byla využita data z výkazů rozvahy a VZZ, která jsou uvedena v příloze č. 1 a 2.

3.4.1 Vertikální a horizontální analýza Pivovaru HOLBA, a.s.

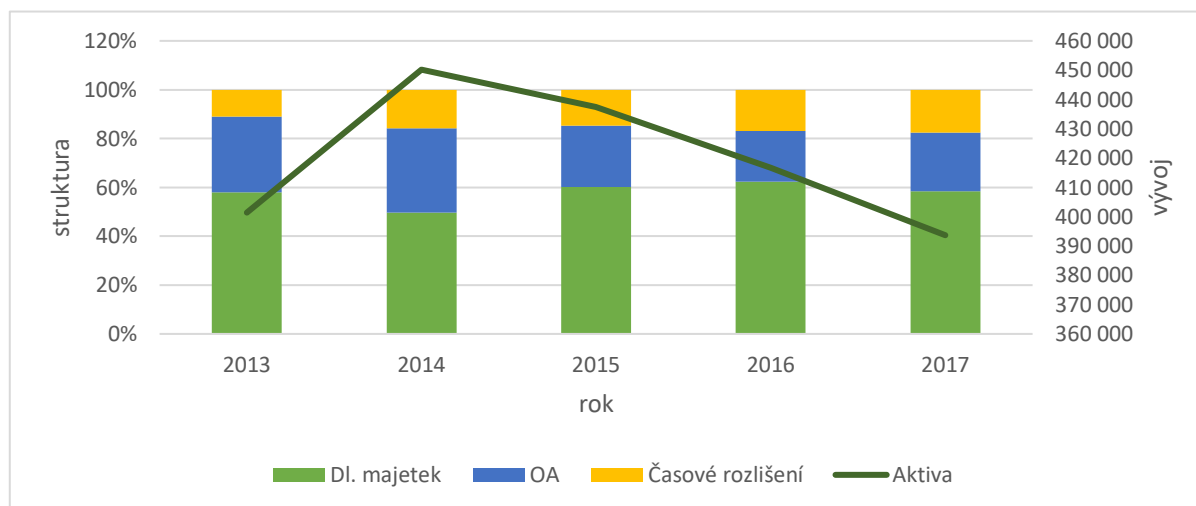
V následující části je věnována pozornost skladbě výkazů rozvahy a VZZ, a to z pohledu horizontální a vertikální analýzy. V těchto analýzách je využit teoretický aparát, který je

podrobněji popsán ve druhé kapitole. Výsledky provedené vertikální a horizontální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty jsou zobrazeny v přílohách č.3-6

3.4.1.1 Vertikální a horizontální analýza rozvahy

Struktura hlavních položek aktiv a vývoj celkových aktiv je vyobrazena na následujícím grafu 3.5.

Graf 3.5: Vertikálně-horizontální analýza aktiv

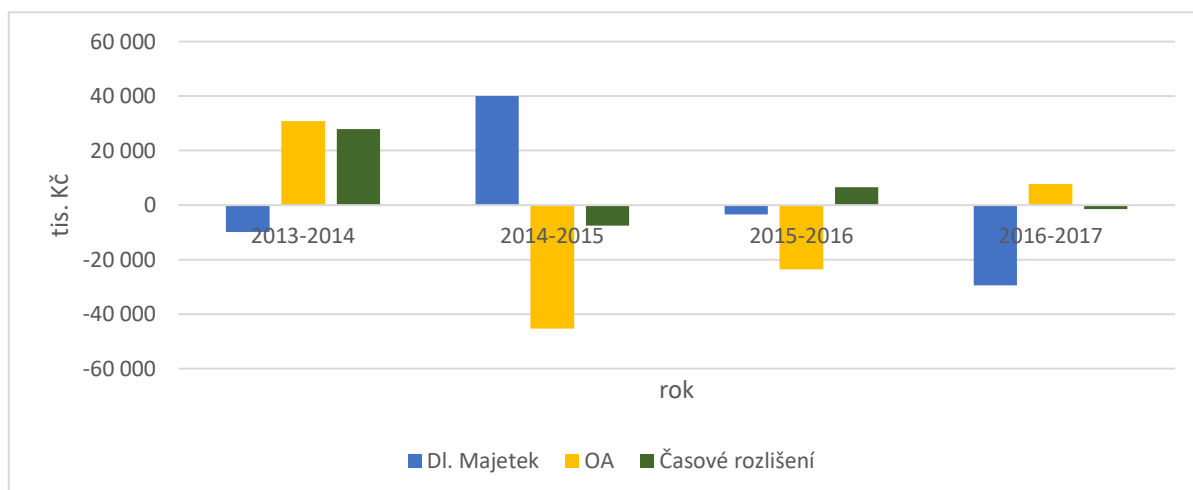


Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Vertikální analýza rozvahy vykazuje po celé sledované období převahu dlouhodobého majetku před oběžnými aktivy a časovým rozlišením. Kromě roku 2014 je více jak polovina majetku firmy obsažena právě v dlouhodobém majetku. V roce 2014 společnost zaznamenala nárůst krátkodobých i dlouhodobých pohledávek, s čímž je spojen i vyšší odbyt a vyšší tržby společnosti. Jednalo ze zejména o zvýšený prodej piva určeného k exportu a vyšší nárůst prodeje plechovkového piva (VZ, 2014).

Z pohledu horizontální analýzy aktiv je zřejmý růst v období let 2013-2014 a pak pouze pokles hodnoty majetku firmy. Příčiny vývoje této křivky jsou podrobněji popsány pomocí následujících doplňujících Grafů 3.6 a jejich komentáře.

Graf 3.6: Horizontální analýza aktiv (absolutní změna)



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

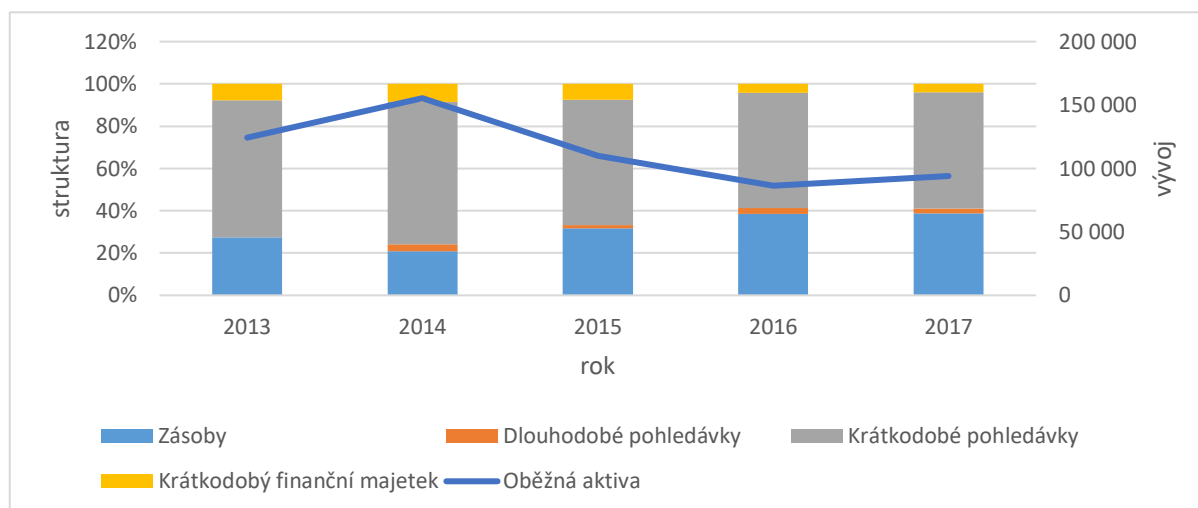
Na výše vyobrazeném grafu jsou znázorněny absolutní změny hodnoty jednotlivých položek aktiv. K největšímu poklesu došlo mezi lety 2014-2015 u položky oběžných aktiv (dále jen OA) z důvodu poklesu krátkodobých pohledávek. Konkrétně daňových pohledávek a jiných pohledávek v podobě nižšího prodeje cenných papírů. Společnost prodala část cenných papírů a podílů, které vlastnila v SBD Šumperk. Následující období vykazovala OA opět úbytek, kdy společnosti poklesl odbyt a tím pádem i pohledávky z obchodních vztahů a pokles krátkodobých poskytnutých záloh.

U dlouhodobého majetku je zaznamenán růst v období roku 2014-2015 díky zhodnocení hmotného majetku, konkrétně staveb a zvýšení jiného dlouhodobého finančního majetku jakožto finanční výpomoc obchodním partnerům (VZ, 2015).

Dlouhodobý majetek pak poklesl v obdobích 2015-2017 zejména díky vysokým odpisům a poklesu položky dlouhodobého finančního majetku. Tato položka firmě slouží jako finanční výpomoc obchodním partnerům a jsou kryté směnkami (VZ, 2014).

Vertikální analýza OA a její vývoj je znázorněn na následujícím Grafu. 3.7.

Graf 3.7: Vertikálně-horizontální analýza oběžného majetku



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Provedená vertikální analýza nejvýznamnějších položek OA vykazovala jasnou převahu krátkodobých pohledávek nad zásobami, krátkodobým finančním majetkem i dlouhodobými pohledávkami.

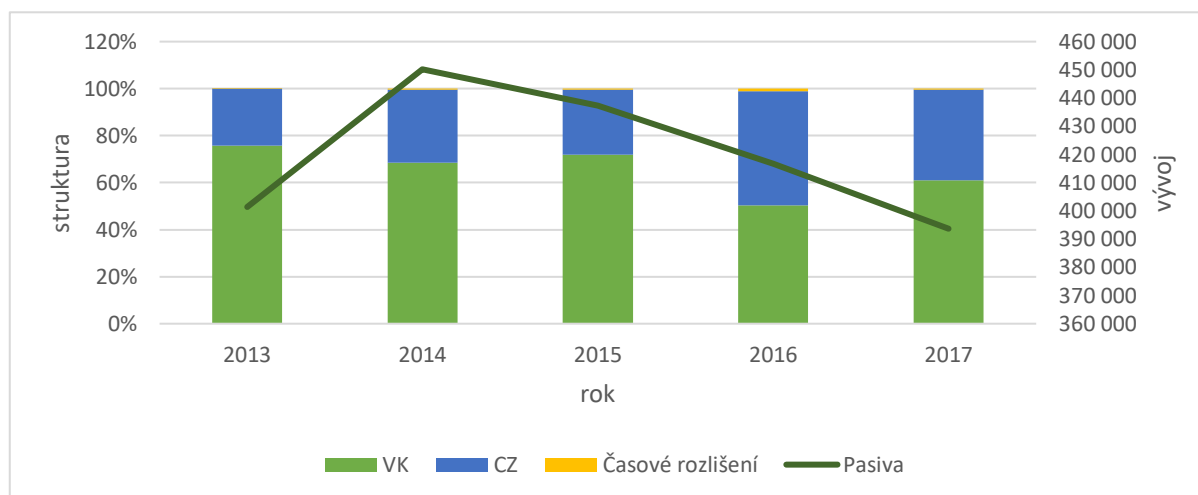
Druhou největší položkou oběžných aktiv jsou zásoby, které se pohybují nad hranicí 32 mil. Kč a jsou tvořeny převážně materiálem. Zásoby dosahují každoročně téměř neměnného stavu.

Nedílnou součástí oběžných aktiv je také krátkodobý finanční majetek, kde se odráží výše finančních prostředků zejména na bankovním účtu. V celkové výši této položky se odráží úspěšnost hospodaření společnosti.

Vývoj OA odráží zejména množství nesplacených pohledávek na konci roku a tím pádem i určitý odhad o zdárném vedení podniku. Bohužel, křivka vývoje OA klesala v období 2014-2016 a v těchto pohledávkách z obchodních vztahů nastal propad.

Následuje graf provedené vertikální a horizontální analýzy nejvýznamnějších položek pasiv.

Graf 3.8: Vertikálně-horizontální analýza pasiv



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

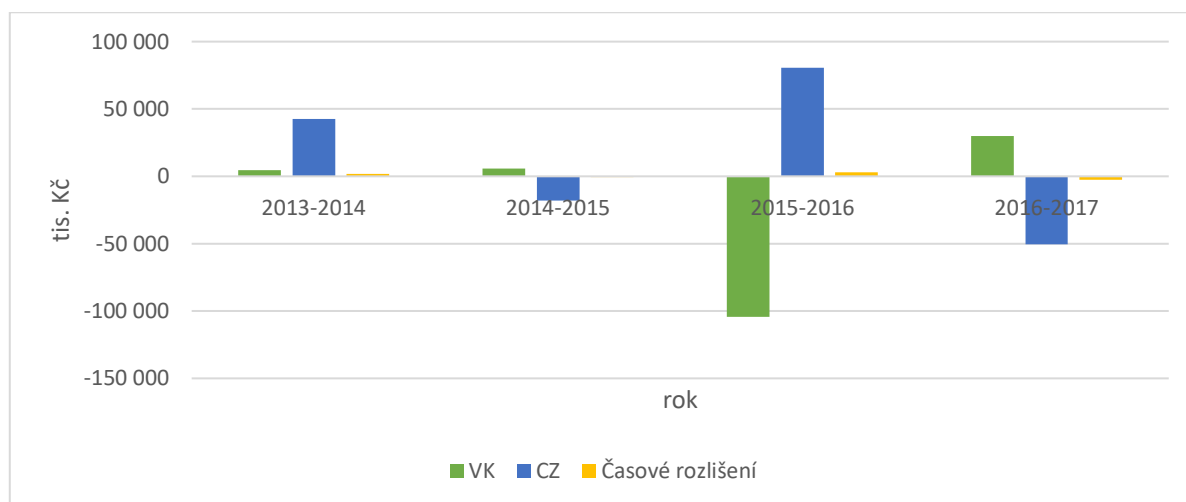
Z vertikální analýzy vyplývá, že se vlastní kapitál podílí na složení pasiv větší měrou než cizí zdroje (dále jen CZ) a časové rozlišení, a to ve všech sledovaných letech. Poměr mezi VK a CZ je převážně nad hodnotou 6:4, pouze v roce 2016 byl poměr VK:CZ ve výši 5:5. K nárůstu CZ došlo zejména díky navýšení krátkodobých závazků u položky dohadné účty pasivní, a to v hodnotě přes 100,5 mil. Kč. Jak společnost uvádí ve výroční zprávě z roku 2016, jednalo se o: „závazky z titulu neuhrazeného příslušenství k dodatečným dobrovolným plněním daňových povinností k dani z přidané hodnoty splatné v letech 2018 až 2020.“ A dále společnost: „přistoupila na základě odborných rozborů a posouzení k dodatečnému dobrovolnému plnění daňových povinností v souvislosti s reklamními smlouvami z let 2010-2016, přičemž tento postup byl učiněn v zájmu ochrany dobrého jména a pověsti společnosti a byla přijata opatření k minimalizaci ekonomických a finančních dopadů na společnost.“ (VZ, 2016). Poměr VK:CZ poklesl rovněž z důvodu dosažené ztráty.

Časové rozlišení ve všech letech nepřesáhlo hodnotu 1,1 % z celkového objemu pasiv. Proměnlivé hodnoty byly zapříčiněny rozdílnou výší výdajů v příštím období.

Z vertikální analýzy je rovněž zřejmé, že podnik kryl svůj majetek pomocí vlastního kapitálu téměř po celou dobu sledovaného období z 60 %.

Absolutní změny hlavních položek pasiv, které se podílí na jeho vývoji, jsou znázorněny v Grafu 3.9.

Graf 3.9: Horizontální analýza pasiv (absolutní změna)



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

V Grafu 3.9 jsou zaznamenány jednotlivé změny, které nastaly v období 2013-2017. K největším změnám došlo hned v prvním sledovaném období, v letech 2013-2014 u cizích zdrojů (dále jen CZ) díky nárůstu závazků z obchodních vztahů. Jak bude uvedeno níže, v tomto období vzrostl objem tržeb. Právě s nárůstem odbytu u společnosti rostou i ostatní provázané položky, jako jsou pohledávky, závazky, tržby, ale i vyšší náklady.

Asi největší změna, kterou lze v grafu spatřit, patří absolutní změně vlastního kapitálu (dále jen VK) v období 2015-2016. Tato skutečnost je odrazem dosažené ztráty, a tedy záporného hospodářského výsledku běžného účetního období. Záporného výsledku hospodaření pivovar dosáhl rovněž v roce 2017. S tímto výsledkem souvisí také snížení emisního ážia. U kapitálových fondů došlo pouze k jedné změně, a to v posledním sledovaném roce, kdy akcionář vložil vklad ve výši 40 mil. Kč (VZ, 2017).

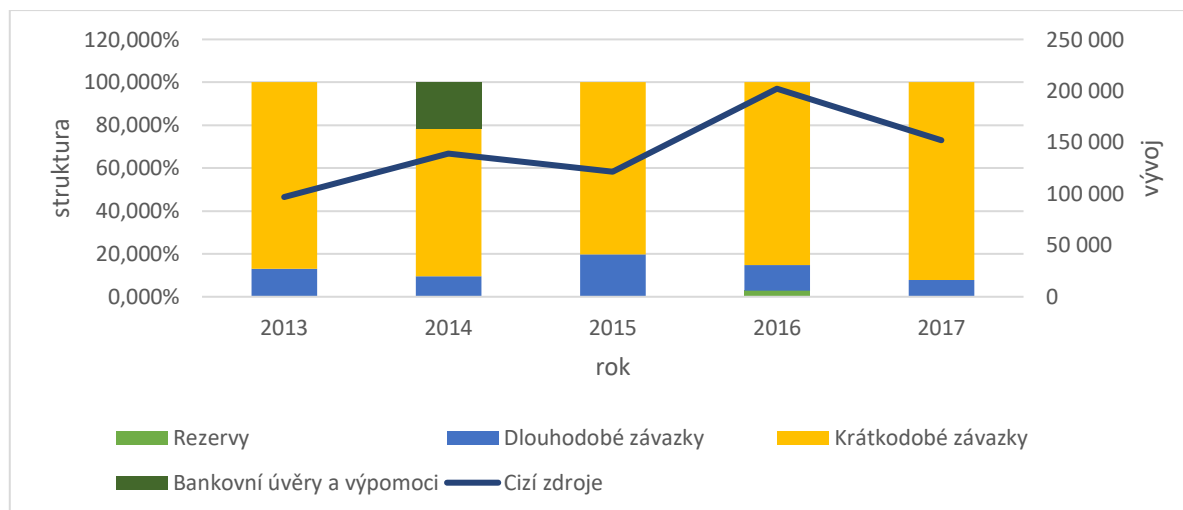
Ve stejném období naopak CZ prudce vzrostly kvůli dohadným účtům pasivním na hodnotu přes 100,5 mil. Kč. Jak společnost uvádí ve výroční zprávě z roku 2016, jednalo se o: „závazky z titulu neuhrazeného příslušenství k dodatečným dobrovolným plněním daňových povinností k dani z přidané hodnoty splatné v letech 2018 až 2020.“ A dále společnost: „přistoupila na základě odborných rozborů a posouzení k dodatečnému dobrovolnému plnění daňových povinností v souvislosti s reklamními smlouvami z let 2010-2016, přičemž tento postup byl učiněn v zájmu ochrany dobrého jména a pověsti společnosti a byla přijata opatření k minimalizaci ekonomických a finančních dopadů na společnost.“

Pokud by bylo složení VK podrobeno hlubší analýze, bylo by zjištěno, že je složeno převážně ze základního kapitálu (dále jen ZK), který dosahuje výše 209 mil. Kč. Společnost

emituje akcie v počtu 10ks v hodnotě 100 tis. Kč a 208 ks akcií v hodnotě 1 mil. Kč. Akcie jsou vedeny v listinné podobě.

Struktura vybraných položek CZ a jeho vývoj je graficky znázorněn na následujícím grafu 3.10.

Graf 3.10: Vertikálně-horizontální analýza cizích zdrojů



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Nejrozsáhlejší složkou CZ zaujímají krátkodobé závazky vzhledem ostatním položkám. Podstatnou položkou krátkodobých závazků tvoří závazky z obchodních vztahů, zejména závazky z obchodního styku do lhůty splatnosti, popř. s lhůtou po splatnosti do 30 dnů. Dle horizontální analýzy je viditelný výkyv v roce 2016 kde, jak již bylo zmíněno, společnost přistoupila na dodatečné dobrovolné plnění daňových povinností. Tato skutečnost se projevila nárůstem položky dohadné účty pasivní.

Druhou nejpočetnější položkou CZ jsou dlouhodobé závazky, rostoucí tendenci měla tato položka v roce 2015 (oproti roku 2013) z důvodu koupě nemovitosti.

Dle výkazů společnost využila cizí výpomoci od banky pouze v roce 2014. Pivovar může podle svých aktuálních potřeb využívat pro provozní financování sjednaný úvěrový rámec u úvěrující banky do výše 45 mil. Kč. V tomto roce musel také Pivovar Holba, a.s. zastavit část nemovitosti ve prospěch úvěrující banky.

Nárůst položky rezervy vznikl pouze v roce 2016 z titulu dodatečného dobrovolného plnění daňových povinností (VZ, 2016).

Shrnutí vertikální a horizontální analýzy rozvahy

Po provedení vertikální a horizontální analýzy rozvahy společnosti Pivovar Holba, a.s. za sledované období 2013-2017, lze konstatovat, že podnik disponoval větším množstvím dlouhodobého majetku nad oběžným majetkem. Zároveň vertikální analýza potvrdila krytí toho majetku vlastním kapitálem z 60 % téměř po celou sledovanou dobu.

Hlavní změny, které se v podniku udály, souvisely s dosaženým výsledkem hospodaření, který podnik ovlivnil v jeho strategii. Zároveň po celou dobu podnik investoval do oprav výrobních strojů a jejich inovací a také do nákupu majetku. S rostoucí hodnotou majetku se navyšovaly také odpisy, které se podílí velkou měrou na VH.

Co se týče krátkodobého majetku, zaujímaly největší podíl krátkodobé pohledávky, které reflektují hospodaření společnosti. Pokles nastal až v letech 2015-2017, kdy v roce 2016 a 2017 společnost zároveň dosáhla ztráty.

V pasivech společnosti nebyly ve zdrojích krytí, byla nejvýznamnější změna v položkách emisního ážia, ostatních kapitálových fondech, rezervách a dohadných účtech pasivních. Společnost: *„přistoupila na základě odborných rozborů a posouzení k dodatečnému dobrovolnému plnění daňových povinností v souvislosti s reklamními smlouvami z let 2010-2016, přičemž tento postup byl učiněn v zájmu ochrany dobrého jména a pověsti společnosti a byla přijata opatření k minimalizaci ekonomických a finančních dopadů na společnost.“* (VZ, 2016).

Výše ZK zůstala beze změny ve výši 209 mil. Kč.

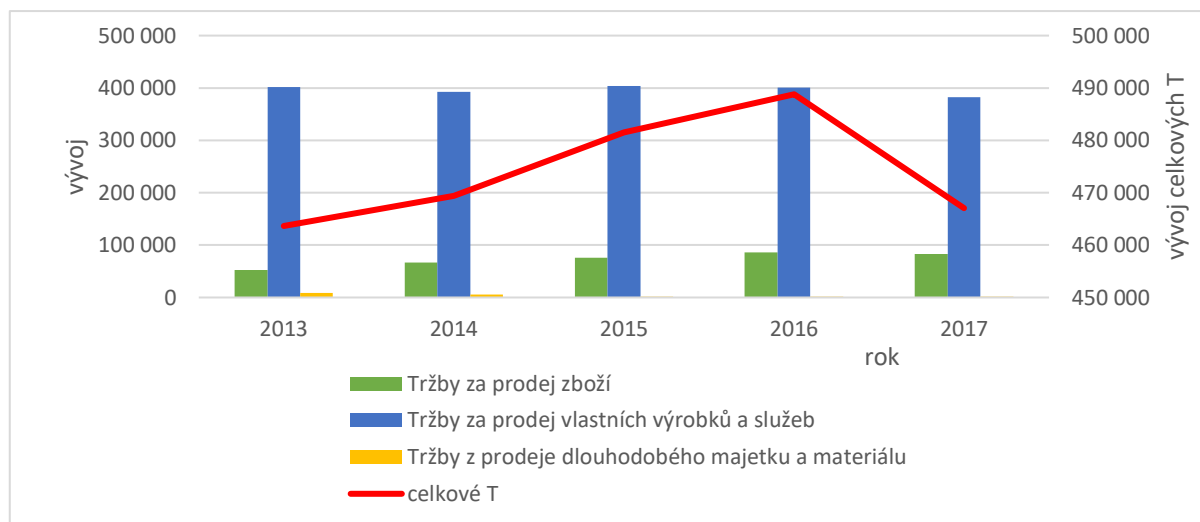
V CZ je rovněž zachycen růst bankovního úvěru, který společnost získala od banky v roce 2014, a následující rok již byl úvěr splacen.

3.4.1.2 Vertikální a horizontální analýza VZZ

Následující část je věnována zkoumání VZZ z pohledu vertikální a horizontální analýzy v letech 2013-2017.

Mezi jedny z nejsledovanějších položek, které sleduje každý podnik, patří beze sporu tržby. Na následujícím grafu 3.11 je zachycen vývoj položek tržby za prodej zboží, tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Graf 3.11: Vývoj hlavních tržeb Pivovaru HOLBA, a.s. (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

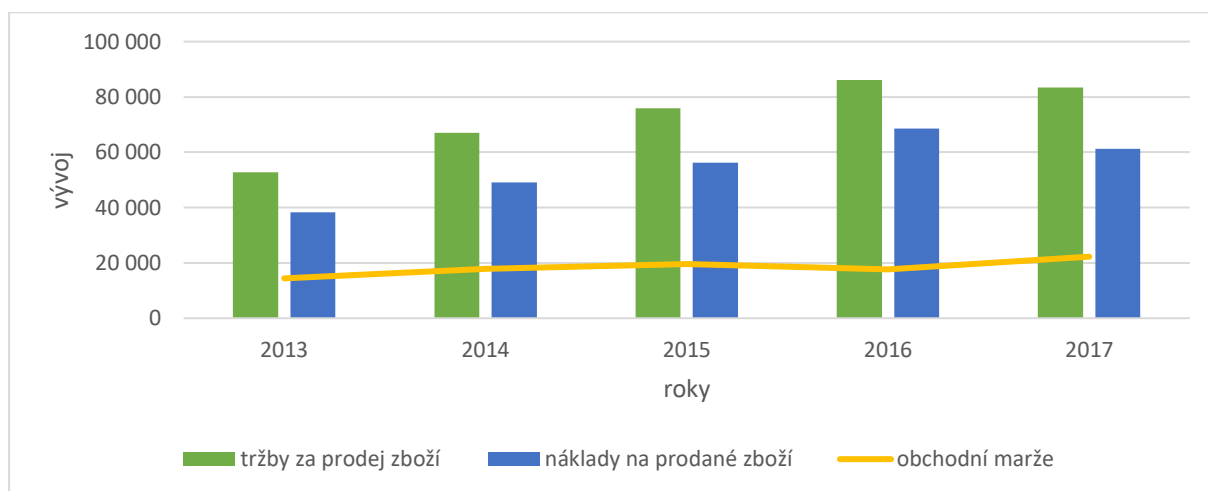
Jasnou převahu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (zejména piva) znázorňuje Graf 3.11. V období pěti let tyto tržby neklesly pod hodnotu 380 mil. Kč. Největšího objemu Pivovar HOLBA, a.s. dosáhl v roce 2013 a nejmenšího v roce 2017. Jak uvádí společnost: „V roce 2017 činil celkový prodej piva výši 314 226 hl, což je méně o 4 % oproti roku 2016. Pokles byl způsoben nižším prodejem privátních značek (41 %), kdy byla ukončena spolupráce s řetězcem Kaufland v tomto segmentu, naopak prodej nosných značek Holba byl navýšen o 1 %. Pozitivní vývoj je zaznamenán v prodeji piva na export, kde došlo k nárůstu prodeje o 9 % oproti roku 2016.“ (VZ, 2017)

Daleko menší objem tržeb společnosti plyne z prodeje zboží, a to převážně v průměru 73 mil. Kč.

Nejmenší položkou tržeb jsou pak tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Další velmi důležitou položkou, kterou management podniku sleduje, je obchodní marže. Významná položka, která vyjadřuje rozdíl mezi prodejní a nákupní cenou zboží, přičemž eminentní zájem je dosáhnout kladné a co nejvyšší hodnoty. Následující Graf 3.12 se zachycuje vývoj této obchodní marže a položek, které se na něm podílejí.

Graf 3.12: Vývoj obchodní marže v letech 2013-2017 (v tis. Kč)

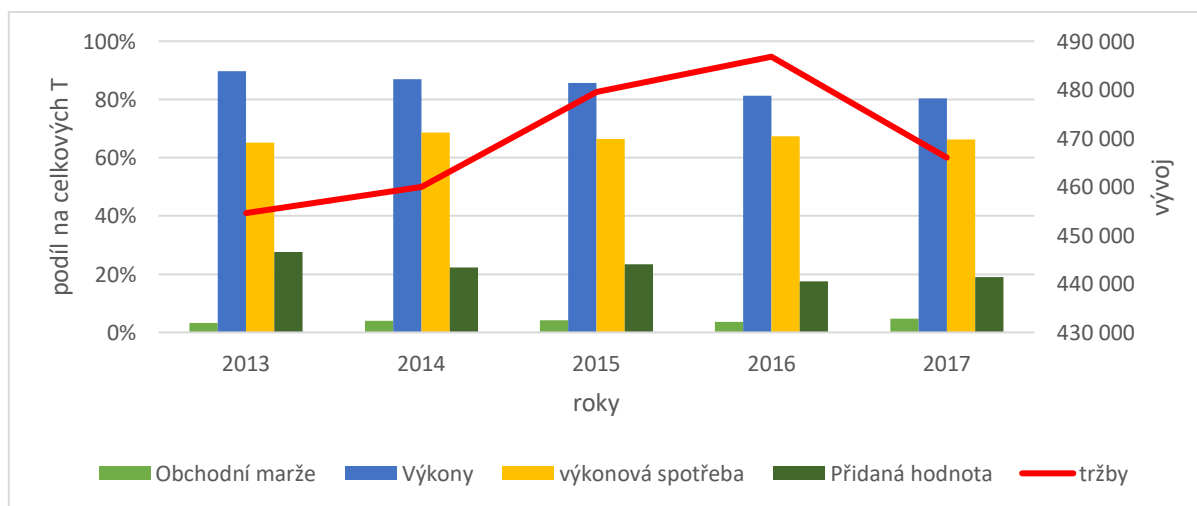


Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Výše zobrazený Graf 3.12 znázorňuje vývoj tržeb na prodej zboží a náklady na něj vynaložené. Obchodní marže měla ve sledovaném období velmi mírnou rostoucí tendenci, což je hodnoceno jako pozitivní jev ve vedení společnosti. Neméně důležitý je fakt, jak bylo takového trendu docíleno. Společnost za sledované období postupně navyšovala prodejní cenu vlivem rostoucích nákladů, jako jsou vyšší náklady na energii, pohonné hmoty a rostoucí mzdové požadavky. Náklady na prodané zboží však rostly úměrně k jeho tržbám.

Obdobně jako vývoj obchodní marže sleduje vedení podniku také vývoj přidané hodnoty, která pro podnik znamená peněžní vyjádření jeho úsilí, které přidal svými silami k objemu nakupovaných vstupů po odečtení výkonové spotřeby.

Graf 3.13: Vývoj přidané hodnoty vzhledem k celkovým tržbám (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

V Grafu. 3.13 je zobrazen vývoj položek výkonů, výkonové spotřeby, přidané hodnoty spolu s výsledkem těchto položek, a to přidané hodnoty, vzhledem k celkovým tržbám podniku.

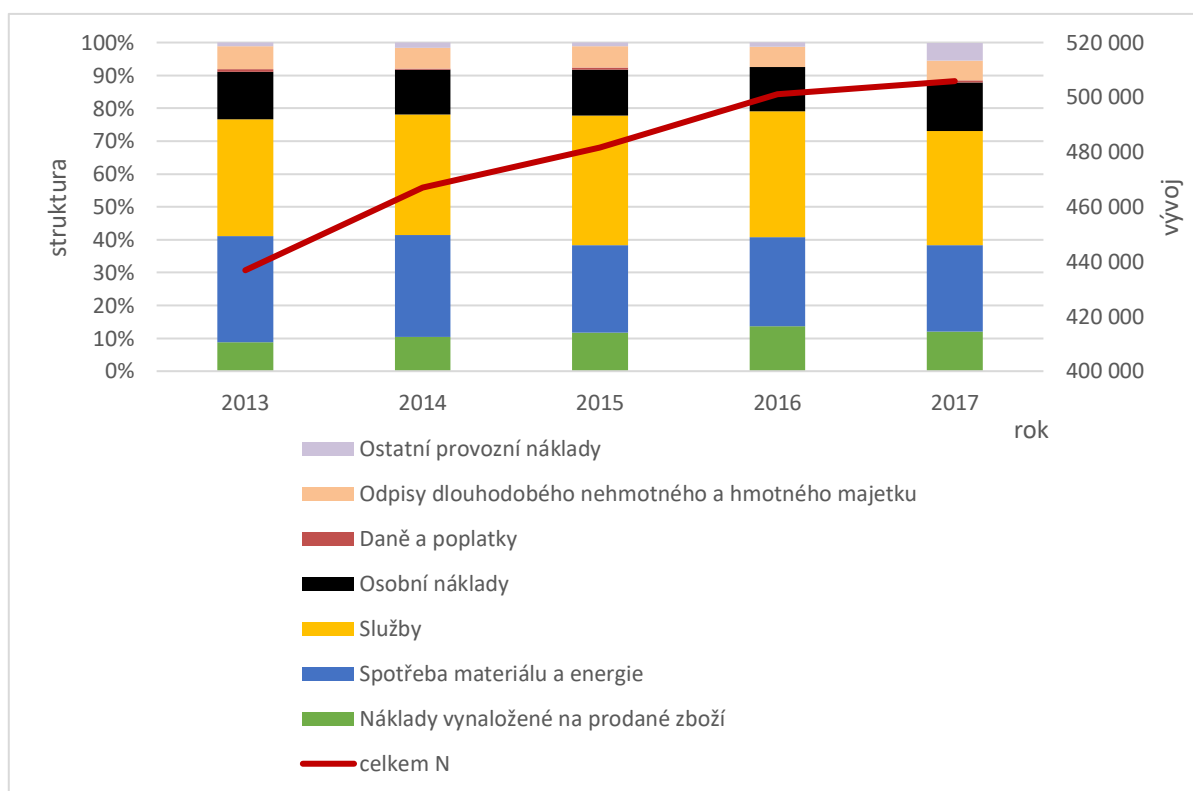
Vývoj položky obchodní marže byl vysvětlen u předchozího obrázku. Z tohoto vyobrazení je zřejmé, že nejvlivnější položkou byly položky výkony a výkonová spotřeba, které dosahovaly daleko vyšších hodnot než zmíněná přidaná hodnota.

Položka výkony zahrnuje především tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, tedy tržby za prodej piva. Převaha výkonů nad výkonovou spotřebou je ve společnosti velmi pozitivní jev, kdy má management podniku podklad o správně nastavené prodejní ceně.

I když byl vývoj výkonů a výkonové spotřeby téměř neměnný, tak měly tržby rostoucí tendenci a dosáhly svého maxima v roce 2016. Tento jev byl zapříčiněn hlavně díky nárůstu prodeje piva na export, jak již bylo zmíněno v komentáři u Grafu 3.11.

Graf, který následuje, zachycuje podíl nejobjemnějších položek nákladů vzhledem k celkovým nákladům a vývoj této položky N z VZZ.

Graf 3.14: Vertikálně-horizontální analýza nákladů (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

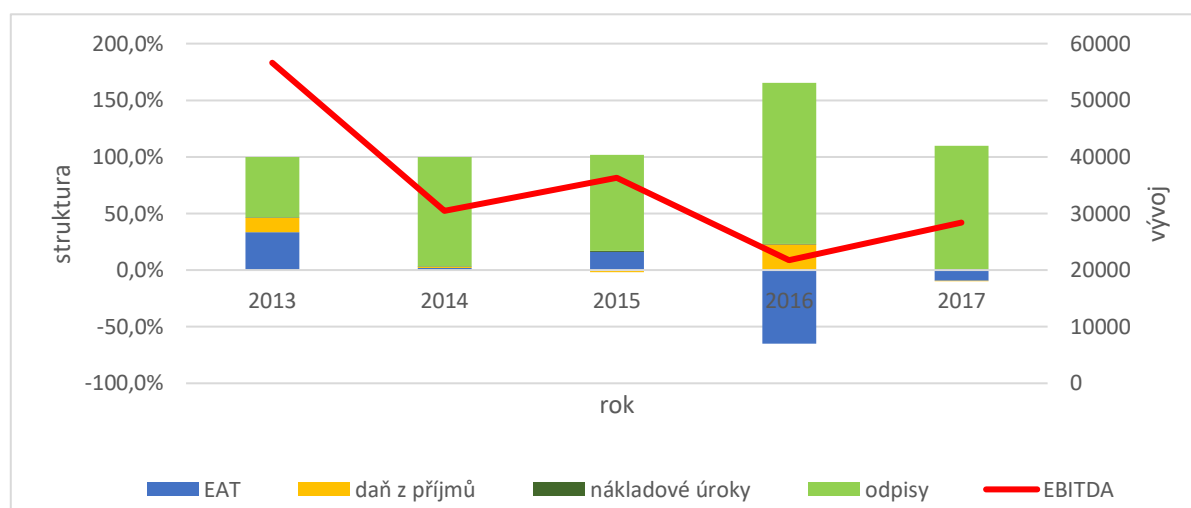
Ze struktury nákladů můžeme vidět, že největšího podílu na celkových nákladech dosahují služby, spotřeba materiálu a energie, náklady vynaložené na prodej zboží a osobní náklady. Poměr jednotlivých nákladů zůstal po celou sledovanou dobu téměř beze změny.

Vlivem dosažené ztráty se u podniku objevily ve větším objemu ostatní provozní náklady. V posledním roce dokonce v objemu přes 27 mil. Kč oproti předchozímu roku, kdy byla položka na hodnotě 6,6 mil. Kč.

Vývoj celkových nákladů měl rostoucí trend.

Skladba a vývoj kategorie zisku EBITDA je znázorněna na následujícím Grafu 3.15.

Graf 3.15: Vertikálně horizontální analýza EBITDA (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Kategorie zisku EBITDA vyjadřuje zisk před úroky, zdaněním a odpisy. V Grafu 3.15 jsou znázorněné položky, které nejvíce ovlivňují výsledný čistý zisk (EAT). Ve všech sledovaných letech se jedná zejména o odpisy a daň z příjmů. Samotný vývoj zisku EBITDA měl převážně klesající tendenci.

Záporný poměr EAT vzhledem k ostatním položkám byl dosažen v roce 2016 a 2017, kdy Pivovar HOLBA, a.s. dosáhl ztráty.

Shrnutí horizontální a vertikální analýzy VZZ

Jako druhý výkaz, u kterého byla provedena vertikální a horizontální analýza je výkaz zisku a ztráty. U sledovaného podniku mají jasnou převahu tržby za prodej vlastních výrobků a služeb nad jinými kategoriemi tržeb. Samotný vývoj tržeb měl rostoucí tendenci v letech 2013-2016 a klesající od roku 2016-2017. Jak již bylo několikrát zmíněno, společnost vykazovala ztrátu v letech 2016 a 2017. Tato ztráta byla způsobena zejména poklesem odbytu do zahraničí a ukončením spolupráce s řetězcem Kaufland.

Společnost ve sledovaném období vykazuje mírně rostoucí obchodní marži díky zdražení výrobků.

V podniku převažuje objem výkonů nad výkonovou spotřebou, což se jeví pro společnost jako pozitivní jev.

Vývoj celkových nákladů měl rostoucí trend. Z analýzy struktury nákladů zaujímá největší podíl na celkových nákladech služby, spotřeba materiálu a energie, náklady vynaložené na prodej zboží a osobní náklady. Poměr jednotlivých nákladů zůstal po celou sledovanou dobu téměř beze změny.

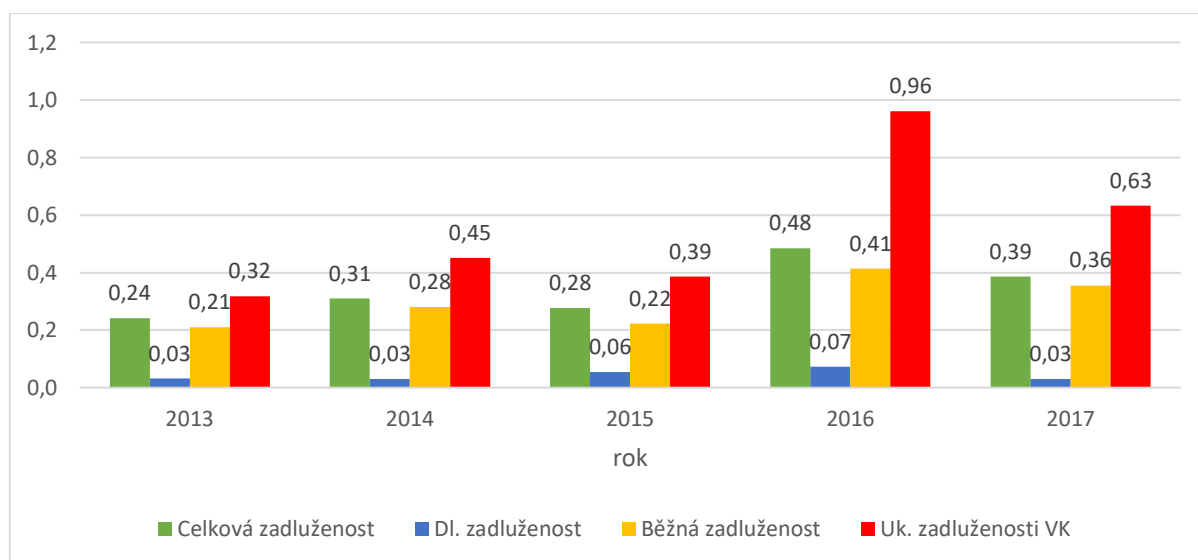
3.4.2 Poměrová analýza Pivovaru HOLBA, a.s.

Následující část finanční analýzy je věnována poměrové analýze, která byla teoreticky vysvětlena ve druhé kapitole. Při výpočtech bylo využito položek z výkazů rozvahy a VZZ, které jsou uvedeny v Příloze č. 1 a v Příloze č. 2.

- **Ukazatele zadluženosti**

Vývoj základních ukazatelů zadluženosti u společnosti Pivovar HOLBA, a.s. je znázorněn na následujícím Grafu 3.16.

Graf 3.16: Vývoj jednotlivých ukazatelů zadluženosti



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

V Grafu 3.16 jsou znázorněny čtyři základní ukazatelé zadluženosti. Největší výkyv a zároveň nejvyšší hodnota je zřetelná u ukazatele zadluženosti VK, který dosahoval svého maxima v roce 2016. Tohoto výsledku bylo docíleno díky navýšení krátkodobých závazků, zejména dohadného účtu pasivního. Jak již bylo několikrát zmíněno z toho důvodu: „...účetní jednotka přistoupila k dodatečnému dobrovolnému plnění daňových povinností v souvislosti s reklamními smlouvami z let 2010 až 2016.“ (VZ, 2016) Výše zadluženosti závisí na vývojové fázi podniku a zejména na postoji vlastníka podniku k ochotě riskovat. Podle Dluhošové (2010)

by se měla hodnota zadluženosti VK u stabilních společností pohybovat v rozmezí od 0,8-1,2, což podnik Pivovar HOLBA, a.s. splňuje pouze v roce 2016.

Vývoj ukazatelů celkové zadluženosti, běžné zadluženosti a zadluženosti VK měl stejný vývoj. Hodnota celkové zadluženosti dosáhla svého maxima rovněž v roce 2016. Obecně platí, že čím je jeho hodnota vyšší, tím se zvýší i riziko pro věřitele a do značné míry se ovlivní výnosnost podniku.

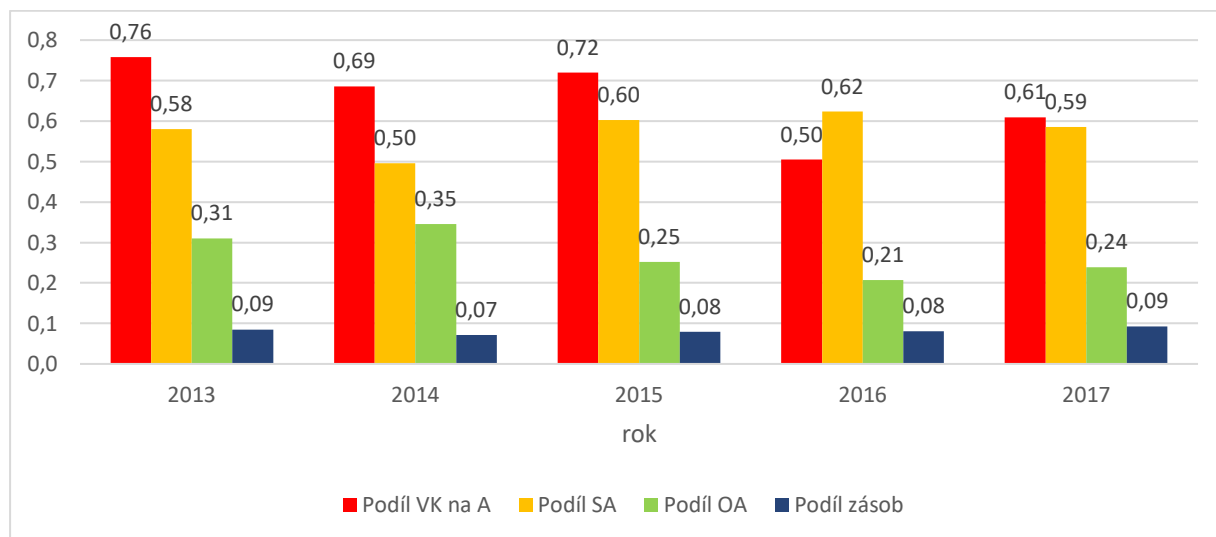
Při srovnání vypočítaných ukazatelů zadluženosti dosahoval nejnižší hodnot ukazatel dlouhodobé zadluženosti, což je pro firmu velmi pozitivní. Hodnota ukazatele se pohybuje v rozmezí od 0,24 do 0,48 a za optimum je bráno rozmezí do 0,6. Pokud by pivovar přesáhl tuto hodnotu, společnost by se stala více závislá na CZ a tak by se zvýšilo i riziko pro věřitele.

U těchto ukazatelů je však nutno poznamenat, že případná vysoká zadluženost vždy nemusí znamenat negativní jev, pokud je dosaženo i vyšší rentability.

- **Ukazatele finanční stability**

Následující Graf 3.17 znázorňuje vývoj základních ukazatelů finanční stability, která vychází z analýzy aktiv podniku a jeho zdrojů krytí.

Graf 3.17: Vývoj jednotlivých ukazatelů finanční stability



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Graf 3.17 zachycuje vývoj ukazatelů finanční stability společnosti Pivovar HOLBA, a.s. v časovém horizontu pěti let.

Ukazatel podílu VK na A posuzuje vlastnickou strukturu podniku. V roce 2013 dosáhl svého maxima (0,76) a majetek společnosti byl kryt vlastními zdroji ze 76 %. V letech 2014-

2015 docházelo k růstu tohoto ukazatele, což znamená dosahování vyšší stability společnosti. V následujících letech měl ukazatel klesající trend a ustálil se na hodnotě 0,5.

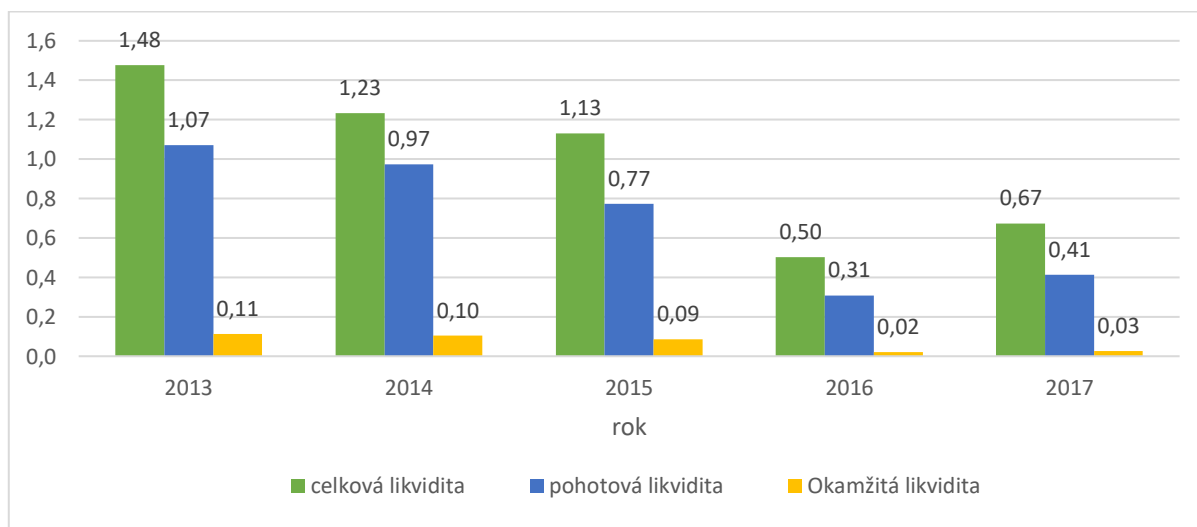
Ukazatel podílu stálých aktiv (SA) nabyl minima v roce 2014, kde naopak podíl oběžných aktiv (OA) dosáhl svého maxima. V tomto období došlo k nárůstu pohledávek, jak již bylo zmíněno u horizontální a vertikální analýzy aktiv.

Ukazatel podílu zásob dosahoval po sledovanou dobu téměř neměnných hodnot a nabýval hodnot v rozmezí od 0,07-0,09.

Ukazatele likvidity

Vývoj zadluženosti podniku je znázorněn na Grafu 3.18 pomocí ukazatelů tří stupňů likvidity.

Graf 3.18: Vývoj jednotlivých ukazatelů likvidity



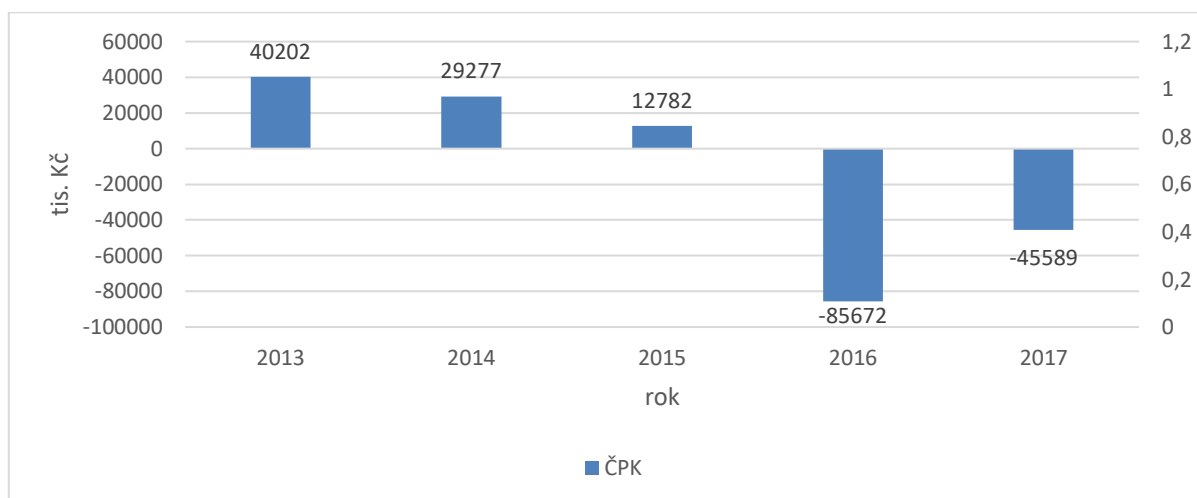
Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Další ze znázorněných ukazatelů jsou ukazatele likvidity. Ukazatele celkové a pohotové likvidity měly podobný průběh a dá se říci, že reflektují stejné skutečnosti, jako ukazatele zadluženosti a dosáhly svého minima v roce 2016. Za optimální je považován rostoucí trend těchto ukazatelů, což v letech 2013-2016 nebylo zajištěno.

Poslední okamžitá likvidita se pohybovala v rozmezí od 0,02-0,11, za optimum je dle Dluhošové (2010) bráno rozmezí od 0,02-0,05 a vyšší hodnota svědčí o neefektivním využití finančních prostředků.

Za doplňující ukazatele k hodnocení likvidity podniku je zvolen ukazatel čistého pracovního kapitálu (dále jen ČPK) a jeho vývoj je znázorněn v Grafu č. 3.19.

Graf 3.19: Vývoj čistého pracovního kapitálu (ČPK)



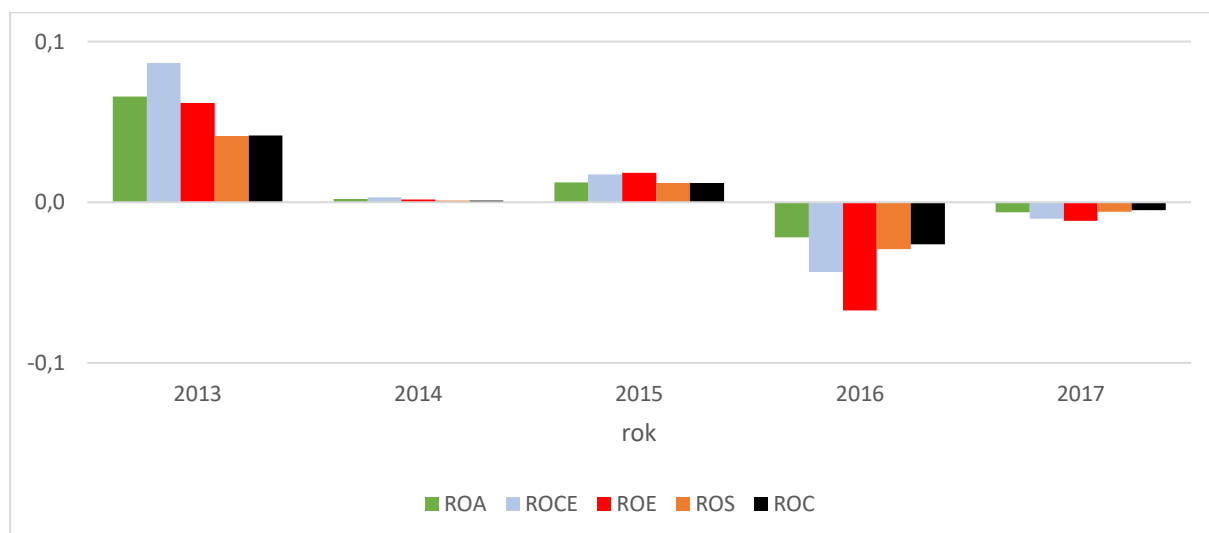
Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Z porovnaných hodnot ČPK vyplývá, že kladné hodnoty ukazatel dostal pouze v letech 2013-2015 a záporné hodnoty nabyl v letech 2016 a 2017. V posledních dvou letech to pro podnik znamená, že část svých stálých aktiv je kryta finančními zdroji s krátkou dobou splatnosti. Podniku tak hrozí nebezpečí prodání části svého dlouhodobého majetku pro splacení krátkodobých závazků. Dlouhodobý majetek ale podnik nezbytně potřebuje k vykonávání své činnosti a může se dostat do situace, kdy může být ohrožena jeho další existence.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability zachycují v Grafu 3.20 hospodaření společnosti v podobě konečného zisku. Výsledky hospodaření byly zhodnoceny v rámci vertikální a horizontální analýzy VZZ.

Graf 3.20: Vývoj jednotlivých ukazatelů rentability



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

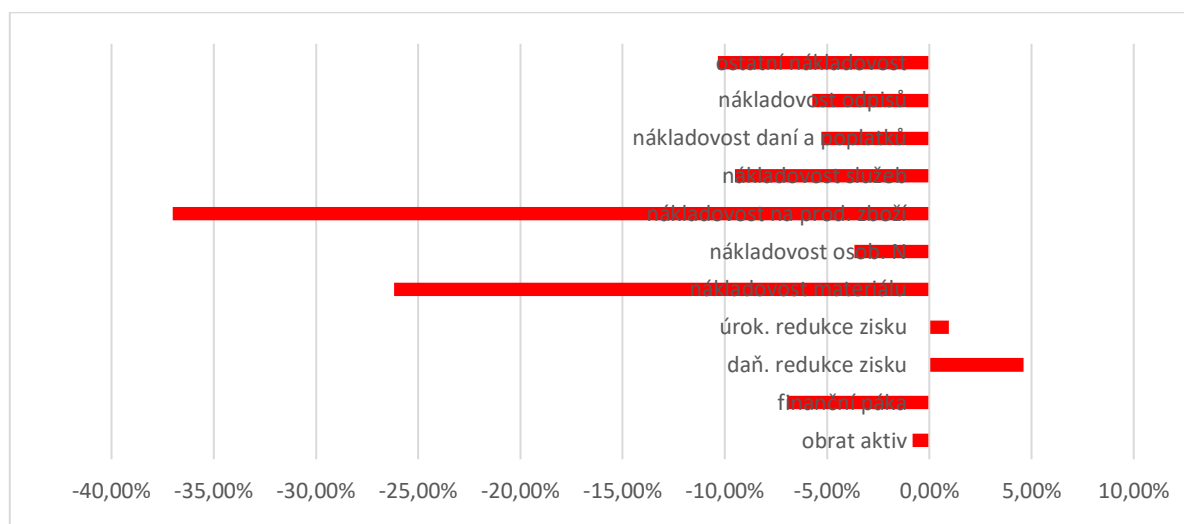
Všechny ukazatelé mají podobný tvar a klesající tendence nabývaly v období 2013-2014 a 2015-2016. Naopak pozitivní rostoucí trend rentability byl dosažen v obdobích 2014-2015 a 2016-2017.

Nejvyšší hodnoty dosáhl ukazatel ROCE na konci roku 2013. Ukazatel hodnotí podle Dluhošové (2010) význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti VK spojeného s dlouhodobými zdroji. Zda je výše dosažené hodnoty pro podnik pozitivní či negativní jev nelze s určitostí říci, protože se ukazatel využívá pro mezipodnikové srovnání.

Všechny sledované ukazatele rentability nabývají záporných hodnot v letech 2016 a 2017, kdy společnost dosáhla ztráty.

Největší propad je znázorněn u ukazatele ROE v roce 2016. Pro zjištění příčiny byl okrajově zpracován pyramidový rozklad (viz Příloha č.8) tohoto ukazatele a vyčísleny největší vlivy na vrcholového ukazatele pomocí funkcionální metody

Graf 3.21: Hlavní vlivy na ukazatel ROE v letech 2015-2016



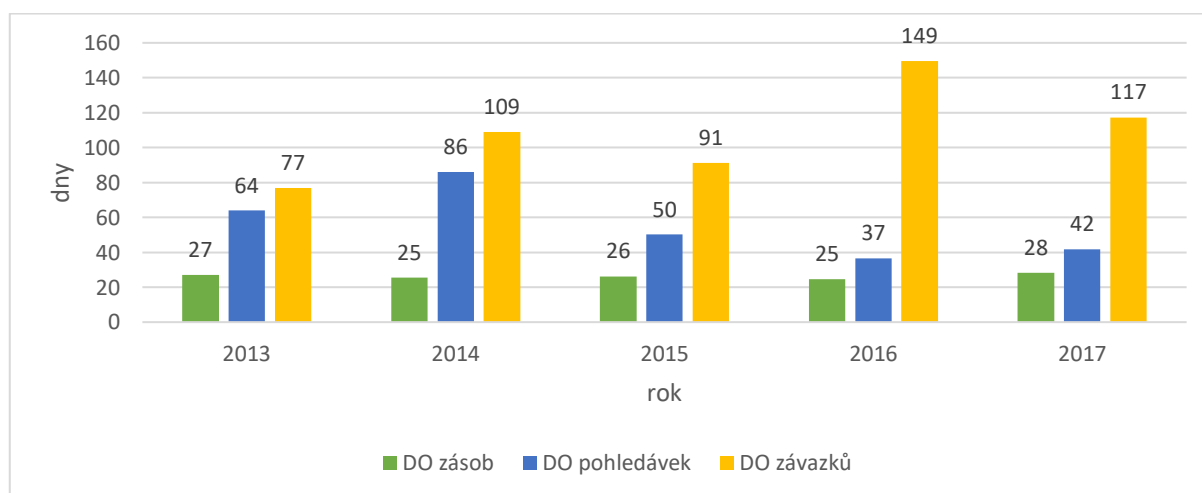
Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2015-2016

V Grafu 3.21 jsou znázorněny jednotlivé vlivy na vrcholový ukazatel ROE v letech 2015-2016. Největší vliv na pokles výsledného ukazatele měla nákladovost na prodané zboží, která meziročně vzrostla o 23 % a nákladovost materiálu, která rovněž vzrostla, a to o 7 %.

Ukazatele aktivity

Posledními vyobrazenými ukazateli jsou ukazatele aktivity, které jsou pro lepší přehlednost rozděleny do dvou grafů.

Graf 3.22: Vývoj jednotlivých ukazatelů aktivity



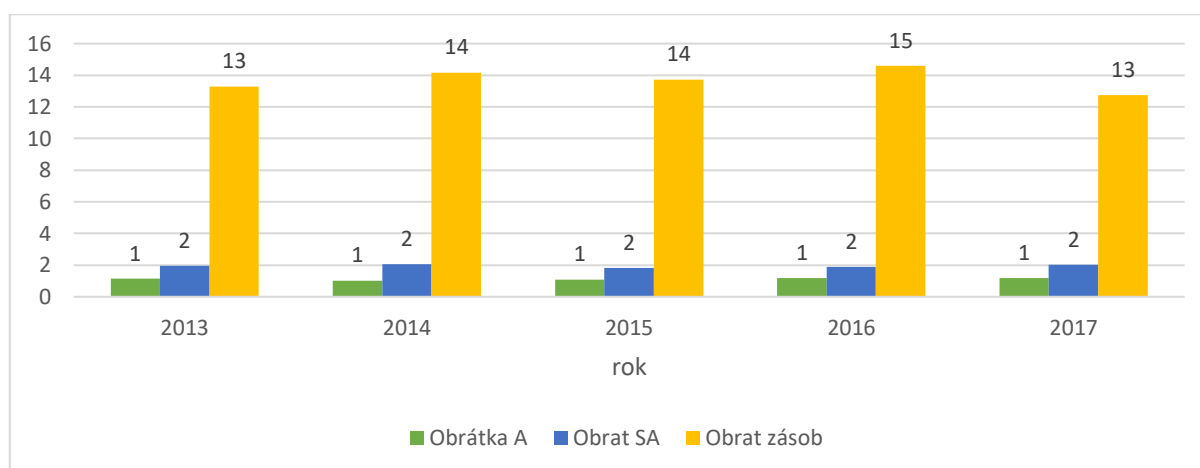
Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Graf 3.22 znázorňuje dobu obratu zásob, pohledávek, závazků ve dnech. Nejdelší doba obratu patří závazkům po celé sledované období. Nejdelší doba obratu dosahovala 150 dnů v roce 2016 a nejkratší 77 dnů v roce 2013.

Druhá nejdelší doba obrátů patří pohledávkám. Nejkratší doby bylo dosaženo v roce 2016 s 37 dny a nejdelší v roce 2014 s 86 dny. Zároveň byla splněna podmínka delší doby obratu závazků oproti době obratu pohledávek.

A druhý graf ukazatelů aktivity zachycuje vývoj ukazatelů obrátky aktiv, stálých aktiv a zásob.

Graf 3.23: Vývoj jednotlivých ukazatelů aktivity



Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Vývoj všech těchto ukazatelů byl téměř konstantní. Nejvyšší obrátky dosáhly zásoby, a to v průměru 14 dnů. Společnost podniká ve specifickém odvětví a nemůže držet dlouhodobě zásoby, jelikož by rychle podlehly zkáze. Všechny suroviny musí být ihned spotřebovány.

Shrnutí poměrové analýzy

Při srovnání vypočítaných ukazatelů zadluženosti dosahoval největšího výkyvu a zároveň nejvyšší hodnoty ukazatel zadluženosti VK, který nabyl svého maxima v roce 2016. Tohoto výsledku bylo docíleno díky navýšení krátkodobých závazků, zejména dohadného účtu pasivního. Jak již bylo několikrát zmíněno z důvodu: „...účetní jednotka přistoupila k dodatečnému dobrovolnému plnění daňových povinností v souvislosti s reklamními smlouvami z let 2010 až 2016.“ (VZ, 2016)

U společnosti bylo zároveň zjištěno, že ukazatelé dlouhodobé zadluženosti nabývaly nižších hodnot než ukazatelé běžné zadluženosti, což pro podnik znamenalo, že se nestával více závislý na cizích zdrojích.

Při porovnání ukazatelů likvidity a rentability dosahovaly ukazatelé likvidity nízkých hodnot a ukazatelé rentability také. Hodnocená rentabilita dosahovala roce 2014 téměř

nulových hodnot a v roce 2016 a 2017 bylo dokonce záporné rentability. Hodnoty likvidity měly v tomto období velmi podobný scénář.

Pro hlubší analýzu poměrových ukazatelů likvidity byl vypočítán navíc ukazatel čistého pracovního kapitálu, kde se potvrdilo, že část stálých aktiv je pokryta finančními zdroji s krátkou dobou splatnosti. Podniku tak hrozí nebezpečí prodání části svého dlouhodobého majetku pro splacení krátkodobých závazků. Dlouhodobý majetek ale podnik nezbytně potřebuje k vykonávání své činnosti a může se dostat do situace, kdy může být ohrožena jeho další existence.

V souvislosti s poklesem výše zmíněných ukazatelů v roce 2016, byl zkoumán vývoj ukazatelů aktivity, konkrétně s ukazatelem doby obratu závazku a pohledávek. Z analýzy vyplynulo, že doba obratu závazků dosahuje vyšších hodnot než doba obratu pohledávek čili lze konstatovat, že společnost Pivovar HOLBA, a.s. byla schopna splácet své závazky ve stanoveném čase a výši.

Z poměrové analýzy ukazatelů aktiv vyplynulo, že má Pivovar HOLBA, a.s. že své závazky hradí maximálně do půl roku a z rozboru obratu pohledávek vyplynul výsledek maximální doby splatnosti 86 dnů.

Analýza aktivity společnosti dále odhalila, že společnost nedrží dlouhodobě zásoby, jelikož by podlehly velmi rychle zkáze a musí být co nejdříve zpracovány. Doba obratu se pohybuje kolem 13-15 dnů.

4 Aplikace vybraných metod na podnik

Cílem diplomové práce, stanoveným v úvodu, je stanovení hodnoty podniku v potravinářském průmyslu k datu 31.12.2017.

K naplnění cíle byly zvoleny tři metody. Postupně je provedeno ocenění vlastního kapitálu pomocí metody účetní, dále dvoufázové metody DCF-entity a metody kapitalizovaných čistých zisků. Součástí metody DCF-entity je provedena analýza citlivosti pro zhodnocení největších vlivů na výsledné ocenění.

4.1 Metoda účetní hodnoty

Majetková metoda účetní hodnoty stanovuje po likvidační metodě nejnížší možnou hodnotu vlastního kapitálu.

Podstata výpočtu spočívá v rozdílu mezi celkovou hodnotou majetku oceňované společnosti, tedy hodnotou aktiv, a cizími zdroji. Jak bylo uvedeno v teoretické části této práce, tak pro výpočty jsou potřebná pouze data z výkazů rozvahy a VZZ k datu ocenění, tedy k 31. 12. 2017. Oba tyto výkazy jsou v Příloze č.1 a Příloze č.2.

Metoda účetní hodnoty je brána jako jedna z méně přesných, a proto je zde zařazena pouze jako doplněk a pro lepší orientaci správnosti u zbývajících dvou výnosových metod.

V Tab. 4.1. je zaznamenán postup výpočtu metody účetní hodnoty. Celková aktiva podniku k datu ocenění byla vykázána v hodnotě 393 678 tis. Kč a celkové cizí zdroje v hodnotě 151 817 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu je pak za pomoci vzorce (2.42) stanovena ve výši **241 861 tis. Kč**.

Tab. 4.1: Výpočet hodnoty podniku Pivovar HOLBA, a.s. pomocí účetní hodnoty (v tis. Kč)

Majetek	účetní hodnota k 31.12.2017
DNM	17
DHM	216 014
DFM	14 344
Zásoby	36 595
Dl. Pohledávky	2 137
Kr. pohledávky	51 845
finanční majetek	3 657
ostatní aktiva	69 069
celkem	393 678

CZ	účetní hodnota k 31.12.2017
Dl. Závazky	11 994
Kr. závazky	139 823
Celkem	151 817

účetní hodnota VK	241 861
--------------------------	----------------

Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2017

4.2 Dvoufázová metoda DCF entity

Pomocí metody DCF entity je oceněn celkový kapitál podniku, tedy vlastní i cizí. Dvoufázová metoda je založena na tom, že je budoucí časové období rozděleno do dvou fází. První fáze je stanovena na období 2013-2017 a pro toto období jsou dostupné finanční výkazy. Druhé období začíná od roku 2018 do nekonečna.

Prvním krokem metody je stanovení tržeb pro období roku 2018-2022.

4.2.1 Prognóza tržeb

Na základě provedené strategické analýzy bylo zjištěno, že se tržby společnosti vyvíjí v pomyslné sinusoidě a nekopírují vývoj křivky HDP ani vývoj tržeb v oddílu nápojů. Z tohoto důvodu k prognóze tržeb nebude využito regresní analýzy.

V Tab. 4.1 jsou dopočteny parametry pro konstrukci celkových tržeb, pro jejich konstrukci bylo využito vzorců (2.36) a (2.37).

Tab. 4.2: Parametry pro konstrukci prognózy celkových tržeb

Položka/roky	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za odvětví (v tis. Kč)	62 842 000	64 885 000	66 830 000	67 474 000	68 890 000
Tempo růstu relevantního trhu		3,25 %	3,00 %	0,96 %	2,10 %
Průměrné tempo růstu relevantního trhu	2,33 %				
Tržby celkem Pivovar HOLBA, a.s. (v tis. Kč)	454 595	459 985	479 577	486 818	466 026
Tržní podíl Pivovaru HOLBA a.s.	0,723 %	0,709 %	0,718 %	0,721 %	0,676 %
Tempo růstu tržního podílu		-2,000 %	1,225 %	0,541 %	-6,239 %
Průměrné tempo růstu tržního podílu	-1,62 %				
Tempo růstu celkových tržeb Pivovaru HOLBA, a.s.		1,19 %	4,26 %	1,51 %	-4,27 %
Průměrné tempo růstu celkových tržeb Pivovaru HOLBA, a.s.	0,67 %				

Zdroj: vlastní zpracování dle Panoramatu zpracovatelského průmyslu ČR 2017 a VZ 2013-2017

Porovnáním tempa růstu relevantního trhu spolu s tempem růstu celkových tržeb Pivovaru HOLBA, a.s. nespátřují žádný společný vývoj, a proto bude vývoj tržeb určen podle pravděpodobného vývoje po pomyslné sinusoidě. Vývoj tržeb je uveden v Tab. 4.2.

Rozdíl v tempu růstu od roku 2013-2017 je 5,46 % (od 1,19 % do -4,27 %), tak bude naplánován vývoj tržeb v následujících pěti letech ve stejném rozmezí.

Tab. 4.3: Konečná prognóza tržeb za období 2018-2023

Položka/roky	2018	2019	2020	2021	2022
Prognóza tržeb (v tis. Kč)	475 346,520	484 853,450	485 338,304	485 823,642	492 822,495

Zdroj: vlastní zpracování

4.2.2 Prognóza čistého pracovního kapitálu

Dalším krokem je stanovení budoucí hodnoty ČPK a jeho dílčích položek. Veškeré dílčí položky jsou zjištěny za pomoci metody průměrného podílu těchto jednotlivých položek na celkových tržbách za období 2013-2017.

V následující Tab. 4.4 je uveden prognózovaný odhad jednotlivých položek podílejících se na výši ČPK a následně dopočten upravený ČPK.

Tab. 4.4: Prognóza ČPK (v tis. Kč)

Položka/roky	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby	34 780	35 475	35 511	35 546	36 058
Krátkodobé pohledávky	71 295	72 721	72 794	72 867	73 917
Krátkodobý finanční majetek	7 822	7 979	7 987	7 995	8 110
Časové rozlišení (ostatní aktiva)	64 489	65 779	65 844	65 910	66 860
krátkodobé závazky celkem	118 918	121 296	121 418	121 539	123 290
Časové rozlišení (ostatní pasiva)	1 991	2 030	2 032	2 034	2 064
Upravený ČPK	57 477	58 627	58 685	58 744	59 590

Zdroj: vlastní zpracování

Veškeré položky podílející se na výsledné hodnotě ČPK byly vypočítány za pomoci metody průměrného podílu dílčích položek ČPK na celkových tržbách Pivovaru HOLBA, a.s. za období 2013-2017. Veškeré vykazované hodnoty jsou v tisících Kč.

4.2.3 Prognóza investic a odpisů

Pro výpočet plánu položek investic a odpisů je opět použito metody průměrného podílu jednotlivých položek na celkových tržbách. Vypočtený průměrný podíl odpisů DHM a DNM na celkových tržbách v období 2013-2017 činil 6,54 %. A průměrný podíl investic na celkových tržbách pak hodnoty 7,98 %.

V Tab. 4.5 jsou zaznamenány hodnoty prognózy celkových odpisů DNM a DHM vývoj hodnoty DHM a také prognózu celkových investic.

Podnik v posledních letech vynakládal poměrně vysoké investice na opravy výrobních prostor a zařízení (jejich přehled je v Příloze č. 10). Bohužel společnost v posledních dvou letech dosáhl záporného výsledku hospodaření a vedení podniku se rozhodlo jít úspornější cestou a v následujících letech bude podnik vynakládat pouze investice na nutný provoz. Hodnota dlouhodobého majetku je každoročně snížena o výši odpisů.

Tab. 4.5: Plán odpisů, plán DHM a investic (v tis. Kč)

Položka/roky	2018	2019	2020	2021	2022
Plán odpisů celkem	31 108	31 730	31 762	31 794	32 252
Dlouhodobý hmotný majetek	203 871	191 485	179 087	166 677	154 087
Prognóza investic	18 965	19 344	19 364	19 383	19 662

Zdroj: vlastní zpracování

Sestavené plánované výkazy pro období 2018-2022 jsou uvedeny v Příloze č.11 a slouží jako doplněk k výpočtům ocenění dvoufázovou metodou DCF entity.

4.2.4 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Pro stanovení hodnoty průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC) je nutné stanovit náklady na vlastní kapitál (R_E). K jeho zjištění bylo využito modelu oceňování kapitálových aktiv (CAMP), za pomoci vzorce č. (2.38).

Tab. č. 4.6: Náklady na vlastní kapitál

Položka / roky	2018	2019	2020	2021	2022
Bezriziková úroková míra R_F	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%
Beta Unleveraged β_U	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Beta Leveraged β_L	0,973	0,931	0,926	0,922	0,920
Tržní riziková prémie [$E(R_M) - R_F$]	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Náklady na vlastní kapitál R_E	9,039%	8,762%	8,731%	8,701%	8,690%

Zdroj: vlastní zpracování dle informací z databáze prof. A. Damodarana a databáze ČNB - ARAD

Hodnoty bezrizikové úrokové míry (R_F) jsou vypočteny pomocí průměrného výnosu desetiletých státních dluhopisů uvedených v databázi ČNB, v systému časových řad ARAD. Průměrný výnos byl následně doložen na hodnotu 2,53 %.

Druhá hodnota, nutná k sestavení R_E , je koeficient beta vlastního kapitálu pro nulové zadlužení (β_U). Jeho hodnota byla převzata z databáze prof. A. Damodarana (obor Food Processing) ve výši 0,65.

Hodnota beta vlastního kapitálu zadlužené firmy (β_L) je sestaven pomocí vzorce (2.37) a za použití hodnoty β_U .

Hodnota tržní rizikové premie je opět převzata z databáze prof. A Damodarana.

4.2.5 Stanovení diskontní míry

Stanovení diskontní úrokové míry v podobě WACC je využito vzorce (2.35). Cizí i vlastní kapitál je uveden v plánované rozvaze v Příloze č.11. Hodnota celkového kapitálu je následně součtem tohoto vlastního a cizího kapitálu. Vypočtené hodnoty nákladu na vlastní kapitál jsou převzaty z předchozí Tab. 4.6. Náklady na cizí kapitál R_D je výsledkem podílu nákladových úroků a úročeného cizího kapitálu.

Tab. 4.7: Stanovení hodnoty WACC (v tis. Kč)

Položka / roky	2018	2019	2020	2021	2022
Celkový kapitál C	394 649	382 877	387 513	392 033	398 737
Vlastní kapitál E	244 737	249 587	254 101	258 499	263 453
Cizí kapitál D	149 912	133 290	133 412	133 533	135 284
Náklady na vlastní kapitál R_E	9,039 %	8,762 %	8,731 %	8,701 %	8,690 %
Náklady na cizí kapitál R_D	0,14 %	0,16 %	0,16 %	0,16 %	0,16 %
Průměrné vážené náklady na kapitál WACC	5,65 %	5,76 %	5,77 %	5,78 %	5,79 %

Zdroj: vlastní zpracování

4.2.6 Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF)

Pro sestavení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele bylo využito hodnot z plánovaného výkazu zisku a ztráty uvedeného v Příloze č.11 Jedná se zejména o hodnoty provozního výsledku hospodaření, tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a odpisů.

Tab. 4.8: Stanovení FCFF za období 2018-2022 (v tis. Kč)

Položka/roky	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní VH	5 602	5 795	5 381	5 238	5 924
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	3 950	4 029	4 033	4 037	4 096
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	3 726	3 800	3 804	3 808	3 863
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy	5378	5566	5152	5009	5691
Daň	1022	1058	979	952	1081
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	4356	4509	4173	4057	4610
Odpisy z DNM a DHM	31 108	31 730	31 762	31 794	32 252
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po odpisech	35464	36239	35935	35851	36861
Investice	18 965	19 344	19 364	19 383	19 662
FCFF	16499	16894	16571	16468	17199

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu je průměrně stanoven na hodnotu 94,31 % z tržeb z prodeje majetku v období 2013-2017.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy je výsledkem rozdílu provozního výsledku hospodaření a tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a následně je k této hodnotě přičtena zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. Následně je odečtena daň a přičtené odpisy z DNM a DHM a výsledkem je

korigovaný provozní výsledek hospodaření po odpisech. Dalším odečtem investic získáme hodnotu FCFF.

S tímto výsledkem je nadále počítáno při stanovení konečné hodnoty podniku Pivovaru HOLBA, a.s.

4.2.7 Stanovení hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody DCF-Entity

Po výše zmíněných propočtech je následně stanovena hodnota podniku pro 1. a 2. fázi. Jak již bylo napsáno, první fáze je období od roku 2018-2022 a druhá fáze je stanovena na období 2023 do nekonečna.

V následující Tab. 4.9 je vypočtena hodnota podniku Pivovar HOLBA, a.s. pro první fázi jako součet diskontovaných volných peněžních toků.

Tab. 4.9: Hodnota podniku v 1. fázi (v tis. Kč)

Položka/roky	2018	2019	2020	2021	2022
FCFF	16499	16894	16571	16468	17199
WACC	5,65 %	5,76 %	5,77 %	5,78 %	5,79 %
Diskontované CF	15617	15105	14005	13152	12983
Hodnota podniku v 1.fázi	70 860,873				

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota podniku v 1. fázi je ve výši 70 860 873 Kč.

Druhým krokem je stanovení hodnoty podniku ve fázi druhé. Pokračující hodnota byla vypočtena pomocí Gordonova vzorce (2.32).

Tempo růstu ve výši 0,73 % bylo stanoveno pomocí průměrného tempa růstu tržeb ve sledovaném období 2013-2017.

Tab. 4.10: Hodnota podniku ve 2. fázi (v tis. Kč)

Položka	
FCFF	17199
WACC	5,79%
Tempo růstu	0,73%
PH	340 397,0797
hodnota podniku ve 2. fázi	256 947,627

Zdroj: vlastní zpracování

Sestavení konečné hodnoty vlastního kapitálu je znázorněno v Tab. 4.11.

Tab. 4.11: Netto hodnota vlastního kapitálu Pivovaru HOLBA, a.s. (v tis. Kč)

Současná hodnota podniku v 1. fázi	70 860,873
Současná hodnota podniku ve 2. fázi	256 947,627
Hodnota podniku brutto	327 808,500
Úročený cizí kapitál	22 253
Hodnota podniku netto-hodnota VK	305 555,500

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota podniku brutto je součtem současné hodnoty podniku v 1. a ve 2. fázi pomocí vzorce (2.31). Poté je tato hodnota očištěna o výši úročeného cizího kapitálu k datu ocenění, neboli o výši dlouhodobých závazků a výsledkem je netto hodnota VK.

Hodnota VK k 31. 12. 2017 je ve výši **305 555 500 Kč**.

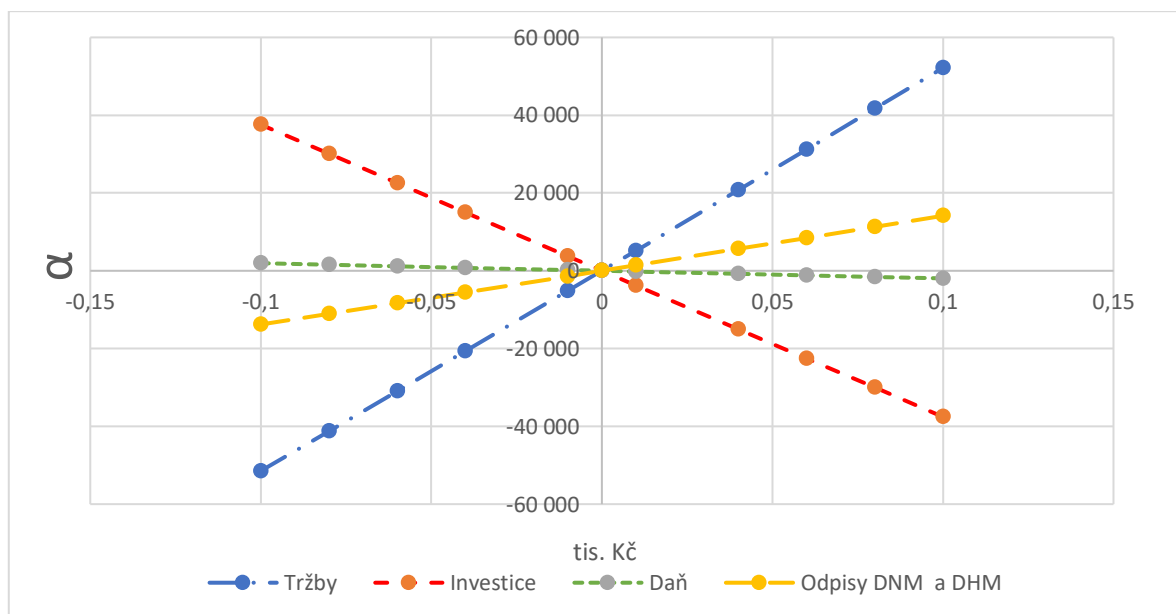
4.2.8 Analýza citlivosti

Po stanovení hodnoty VK je vhodné provést také analýzu citlivosti zejména z důvodu, že metoda vychází z poměrně dlouhého odhadnutého finančního plánu na pět let. U této prognózy existuje určité riziko odchýlení reálných hodnot od odhadnutého vývoje.

Hlavním principem analýzy citlivosti je zhodnocení vlivů změn faktorů na konečnou výši hodnoty vlastního kapitálu oceňované společnosti.

Jako hlavní faktory, které nejvíce ovlivňují výslednou netto hodnotu podniku, jsou tržby (tržby za prodané zboží a tržby za prodej vlastních výroků a tržeb), investice, daň a odpisy DNM a DHM.

Graf 4.1: Citlivost na vybrané faktory (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

V Příloze č. 12 jsou uvedeny přírůstky či úbytky výsledné hodnoty ocenění při změně jednotlivých faktorů. Hodnota α představuje výši této provedené změny.

Konečná výše hodnoty vlastního kapitálu je nejvíce ovlivněna změnou celkových tržeb. Pokud by se snížila hodnota tržeb o 1 %, pak by poklesla hodnota vlastního kapitálu o 5 179 tis. Kč. Naopak, jestliže se hodnota tržeb zvýší o 10 %, pak výsledná hodnota ocenění vzroste o 51 456 tis. Kč.

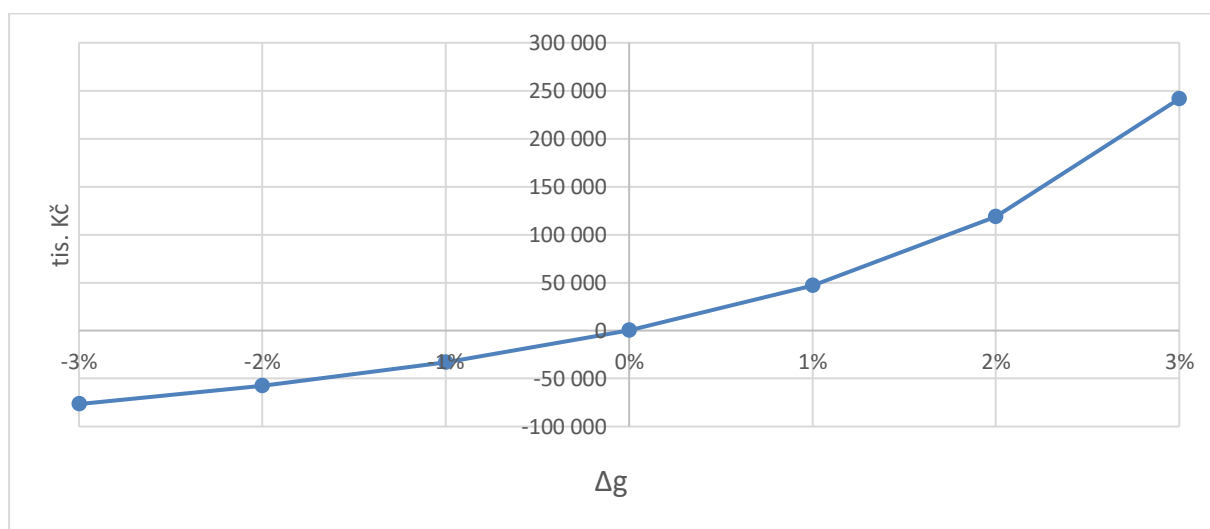
Druhým, velmi významným faktorem, jsou investice, které mají na výslednou hodnotu ocenění opačný vliv. Stejně jako faktor daně, působí na výslednou hodnotu ocenění vlastního kapitálu opačně oproti faktoru tržby. Kupříkladu, pokud se hodnota investic sníží o 1 %, pak výsledná hodnota vzroste o 3 756 tis. Kč a pokud daň poklesne o 1 %, pak dojde k navýšení hodnoty ocenění o 195 tis. Kč.

Posledním slevovaným faktorem jsou odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Změna tohoto faktoru působí stejným směrem jako u faktoru tržeb, akorát s menším dopadem na výslednou hodnotu ocenění. Např. jestliže se sníží celková výše odpisů o 1 %, pak dojde k poklesu hodnoty VK o 1395 tis. Kč. Naopak, pokud dojde k růstu o 1 %, pak se hodnota VK zvýší o 1398 tis. Kč.

Nejvíce pozitivně hodnotu VK ovlivňují změny tržeb, a naopak negativně ovlivňují zejména změny investic.

Další problematickou hodnotou při oceňování může být změna hodnoty tempa růstu g . Jeho postupné změny jsou znázorněny na následujícím Grafu 4.2.

Graf 4.2: Citlivost netto hodnoty VK na změnu tempa růstu g (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

V Grafu 4.2 jsou zachyceny hodnoty tempa růstu v rozmezí -3 % až do +3 %. Jednotlivé hodnoty výpočtů jsou uvedeny v příloze č.12 v Tab. č.5. Hodnota VK se vyvíjí přímo úměrně změně tempa růstu g .

4.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Výpočet metody čistých kapitalizovaných výnosů lze provést dvěma způsoby, a to buď pomocí analytické nebo paušální metody. V této diplomové práci byla zvolena metoda paušální.

Prvním krokem metody je vypočítat upravený výsledek hospodaření za jednotlivá období. Tento výsledek se upravuje od hodnotu odpisů, finančních výnosů, tržeb z prodeje dlouhodobého majetku, zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a mimořádných výnosů a nákladů. Výsledkem je upravený VH před odpisy, který se následně násobí přiřazenými váhami. Nejstarším obdobím je přiřazena nižší váha a nejnovějším pak váha vyšší.

Kompletní způsob výpočtu je rozepsán v následující Tab. 4.12.

Tab. 4.12: Výpočet VH po úpravě (v tis. Kč)

Položka/roky	2013	2014	2015	2016	2017
Výsledek hospodaření před zdaněním	26 212	858	5 155	-9 283	-2 796
(+) Odpisy	30 208	29 501	30 895	32 560	30 912
(-) Finanční výnosy	1 128	5 367	889	451	407
(-) Tržby z prodeje DM	9 053	5 183	1 957	1 973	1 042
(+) Zůstatková cena prodaného DM	8 877	5 011	1 685	1 970	947
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	55 116	24 820	34 889	22 823	27 614
Váhy	0	1	2	3	4
Upravený výsledek hospodaření *váhy	0	24 820	69 778	68 469	110 456

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším krokem je výpočet trvale čistého zisku, a to jako podíl sumy upravených výsledků hospodaření násobených vahami a sumy vah.

Tab. 4.13: Výpočet hodnoty VK (v tis. Kč)

Trvale čistý zisk $\frac{\sum UVH \cdot váhy}{\sum vah}$	27 352,300
Úroková míra i_k	9,216 %
Hodnota vlastního kapitálu	296 791,450

Zdroj: vlastní zpracování

Úroková míra byla stanovena dle metody CAMP na výslednou hodnotu 9,216 %. Hodnota vlastního kapitálu pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů je ke dni 31. 12. 2017 ve výši **296 791 450 Kč**.

5 Komparace a zhodnocení výsledků

Pro přesnou hodnotu ocenění podniku je vhodné provést více oceňovacích metod, i v této diplomové práci byly provedeny celkem tři metody. Jedna metoda majetková – účetní metoda a dvě výnosové metody-dvojfázová metoda DCF-Entity a metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

Souhrnné výsledky všech tří použitých metod jsou zapsány v Tab. 5.1.

Tab. 5.1: Souhrnné výsledky ocenění podniku k 31.12.2017 (v tis. Kč)

Položka/metoda	Účetní hodnota	DCF-Entity	M. kapitalizovaných čistých výnosů
Výsledná hodnota podniku netto – hodnota VK	241 861	305 555	296 791

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výsledků ocenění Pivovaru HOLBA, a.s. k datu 31.12.2017 byla stanovena hodnota vlastního kapitálu účetní metodou na 241 861 tis. Kč, dvojfázovou metodou DCF-Entity ve výši 305 555 tis. Kč a metodou kapitalizovaných čistých výnosů na 296 791 tis. Kč.

Zjištěná nejnížší hodnota majetku pomocí účetní metody nevyjadřuje jeho tržní hodnotu a nereflktuje např. zhodnocení budov, pozemku atd. Oproti výnosovým metodám se zabývá jinými kategoriemi hodnot majetku (reálnou hodnotou).

Zato výnosové metody odráží navíc budoucí růstové příležitosti firmy.

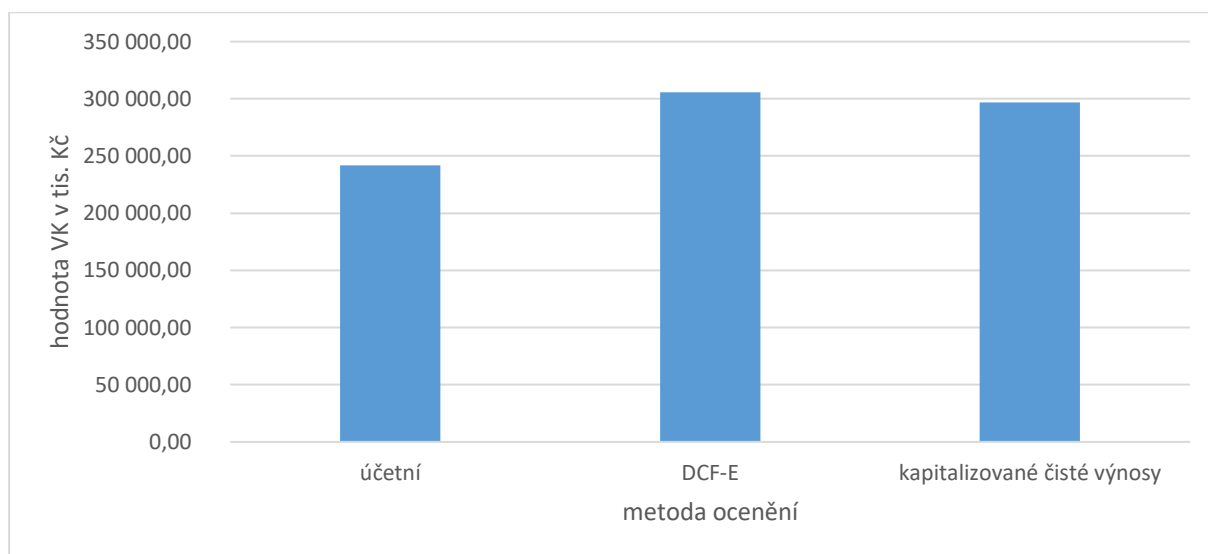
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je oproti metodě DCF-Entity jednodušeji řečeno více oparná a počítá se s hodnotami minulého vývoje.

Nejvíce riskantní, co se týče výsledku, je metoda DCF-Entity, ve které se počítá nejen s historickými údaji společnosti, ale také s údaji prognózovanými a zahrnuje tak budoucí růstové příležitosti firmy. Právě i díky těmto optimistickým odhadům byla hodnota VK odhadnuta touto metodou nejvyšší částkou.

Výše goodwillu společnosti je dána rozdílem v hodnotě ocenění pomocí účetní metody a pomocí metody DCF-E a je ve výši 63 394 tis. Kč.

Pro lepší přehlednost jsou výsledné hodnoty zobrazeny také graficky.

Graf 5.1: Porovnání výsledků hodnot VK (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

V Grafu 5.1 lze vidět výsledné hodnoty VK. Nejnižší hodnoty bylo dosaženo pomocí metody účetní, která je určitou pomyslnou spodní hranicí pro případný prodej podniku. Výsledky z ocenění pomocí účetní metody plní v této práci pouze doplňkový charakter. Zbylé dva výsledky výnosové metody (DCF-E a metoda kapitalizovaných čistých výnosů) se od sebe příliš neliší, což je žádoucí.

6 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku Pivovar HOLBA, a. s. vybranými metodami za účelem ověření úspěšnosti podnikání současných vlastníků a nástin možného vývoje. Podnik byl oceněn k datu 31.12.2017 a pro stanovení hodnoty podniku bylo využito dvoufázové metody DCF entity, metody kapitalizovaných čistých zisků a doplňkové účetní metody.

Diplomová práce byla rozdělena do tří částí. V první části byla popsána teoretická východiska postupů a metod ocenění. V rámci této kapitoly byl definován pojem podnik, dále specifikovány kategorie hodnoty a popsán samotný postup při oceňování podniku vč. sběru a analýzy dat. V rámci analýzy dat byla popsána strategická a finanční analýza, která rovněž našla své uplatnění v praktické části diplomové práce.

V druhé, již praktické, části byl krátce představen podnik Pivovar HOLBA, a.s. vč. krátké historie a následně byla provedena strategická analýza pomocí PEST analýzy a finanční analýza pomocí vertikální, horizontální a poměrové analýzy. Stanovení hodnoty podniku bylo realizováno pomocí zvolených tří metod ocenění. V poslední části byly zhodnoceny dosažené výsledky ocenění vč. jejich komparace.

Výsledkem této diplomové práce je stanovená hodnota podniku k datu 31.12.2017 a zhodnocení finanční zdraví podniku a nástin možného dalšího vývoje.

Provedená analýza finančního zdraví odhalila, že Pivovar HOLBA, a.s. ve sledovaném období 2013-2017 disponoval větším množstvím dlouhodobého majetku nad oběžným majetkem a zároveň vertikální analýza potvrdila krytí toho majetku vlastním kapitálem z 60 % téměř po celou sledovanou dobu. Hlavní změny, které se v podniku udály, souvisely s dosaženým výsledkem hospodaření, který podnik ovlivnil v jeho strategii. Zároveň po celou dobu podnik investoval do oprav výrobních strojů a jejich inovací a také do nákupu majetku. S rostoucí hodnotou majetku se navyšovaly také odpisy, které se podílí velkou měrou na VH. Vývoj tržeb měl rostoucí tendenci v letech 2013-2016 a klesající od roku 2016-2017. Společnost vykazovala ztrátu v letech 2016 a 2017. Tato ztráta byla způsobena zejména poklesem odbytu do zahraničí a ukončení spolupráce s řetězcem Kaufland.

Při srovnání vypočítaných ukazatelů zadluženosti dosahoval největšího výkyvu a zároveň nejvyšší hodnoty ukazatel zadluženosti VK, který nabyl svého maxima v roce 2016. Tohoto výsledku bylo docíleno mimo jiné navýšením krátkodobých závazků, zejména dohadného účtu pasivního. Pivovar přistoupil k dodatečnému plnění daňových povinností v souvislosti s reklamními smlouvami z let 2010-2016. U společnosti bylo zároveň zjištěno, že

ukazatelé dlouhodobé zadluženosti nabývaly nižších hodnot než ukazatelé běžné zadluženosti, což pro podnik znamenalo, že se nestával více závislý na cizích zdrojích. Při porovnání ukazatelů likvidity a rentability dosahovaly ukazatelé likvidity nízkých hodnot a ukazatelé rentability také. Hodnocená rentabilita dosahovala roce 2014 téměř nulových hodnot a v roce 2016 a 2017 dokonce záporných čísel. Hodnoty likvidity měly v tomto období velmi podobný scénář. Pro hlubší analýzu poměrových ukazatelů likvidity byl vypočítán navíc ukazatel čistého pracovního kapitálu, kterým se potvrdilo, že část stálých aktiv je pokryt finančními zdroji s krátkou dobou splatnosti. Podniku tak hrozí nebezpečí prodeje části svého dlouhodobého majetku za účelem splacení krátkodobých závazků. Dlouhodobý majetek podnik nezbytně potřebuje k vykonávání své činnosti a rozprodáním části majetku může být ohrožena jeho další existence. V souvislosti s poklesem výše zmíněných ukazatelů v roce 2016, byl zkoumán vývoj ukazatelů aktivity, konkrétně s ukazatelem doby obratu závazku a pohledávek. Z analýzy vyplynulo, že doba obratu závazků dosahuje vyšších hodnot než doba obratu pohledávek čili lze konstatovat, že byla společnost Pivovar HOLBA, a.s. schopna splácet své závazky ve stanoveném čase a výši. Z poměrové analýzy ukazatelů aktiv vyplynulo, že Pivovar HOLBA, a.s. hradí své závazky maximálně do půl roku. Výsledkem obratu pohledávek je maximální doby splatnosti 86 dnů. Analýza aktivity společnosti dále odhalila, že společnost nedrží dlouhodobě zásoby, jelikož ke svému charakteru podléhají velmi rychle zkáze a musí být co nejdříve zpracovány. Doba obratu se pohybuje kolem 13-15 dnů.

V další aplikační části byla stanovena hodnota podniku pomocí **účetní metody**, která plní v této diplomové práci převážně doplňkový charakter. Hodnota vlastního kapitálu byla stanovena ve výši **241 861 tis. Kč** a tvoří spodní hranici hodnoty vlastního kapitálu.

Druhou metodou, která byla zvolena k naplnění cíle, byla **dvoufázová metoda DCF entity**, jejíž výsledkem je ocenění ve výši **305 555 tis. Kč**. V rámci dosažených výsledků byla provedena také citlivostní analýza, ze které vyplývá, že nejvíce pozitivně ovlivňuje hodnotu vlastního kapitálu změna tržeb (růst) a naopak negativně ovlivňuje narůstající investice.

Poslední metoda, která byla v této práci zvolena, byla **metoda kapitalizovaných čistých výnosů**. Hodnota vlastního kapitálu pomocí této metody byla ve výši **296 791 tis. Kč**.

Výše **goodwillu** společnosti je dána rozdílem v hodnotě ocenění pomocí účetní metody a pomocí metody DCF-E a byla vyčíslena ve výši **63 394 tis. Kč**.

Vzhledem ke skutečnosti, že společnost v posledních dvou letech hospodaření dosáhla ztráty, jeví se jako zásadní přistoupit na úsporná řešení v oblasti dlouhodobých investic zejména do doby, než dojde k finanční stabilizaci podniku. Jako prioritu v oblasti zvýšení odbytu vidím

v posílení obchodní strategie, a to navázáním spolupráce s velkými obchodními řetězci, případně větší orientací na export.

V případě, že se společnosti podaří dlouhodobě se finančně stabilizovat, může se zaměřit vedle své stěžejní výroby na pokračování a vylepšování procesu vaření tzv. pivních speciálů, neboť tento proces umožňuje konkurovat menším pivovarům v této specifické kategorii, která se těší v dnešní době velké oblibě u spotřebitelů.

Pro šíření své značky a zvýšení odbytu vidím velký potenciál společnosti v oblasti marketingové strategie – propagace vlastních výrobků cílenou reklamou, zviditelňování snahy společnosti o ochranu životního prostředí, organizování pivních slavností apod.

Výše uvedená doporučení jsou reálná za předpokladu důsledného sledování vynaložených nákladů se zaměřením na vyprodukování zisku.

V rámci úspor výrobních nákladů je vhodným řešením využití dotačních programů na zateplení budov a případně na pořízení slunečních kolektorů pro výrobu vlastní elektrické energie.

V úvodu stanovený cíl mé diplomové práce – Stanovení hodnoty podniku v potravinářském průmyslu – byl splněn. Přínos mé práce spatřuji v ověření vybraných metod oceňování na skutečných datech fungující společnosti.

Aplikací metod oceňování na konkrétní společnost, v případě mé diplomové práce Pivovar HOLBA a.s., bylo dokázáno, že je vhodné pro stanovení hodnoty podniku použít více metod, které se na jedné straně vzájemně doplňují a na straně druhé každá samostatně pohlíží na ocenění podniku z jiného úhlu pohledu a svým specifickým výsledkem výpočtu poskytuje managementu společnosti návod pro další rozhodování při řízení podniku.

Seznam použité literatury

a) Knihy

- [1] COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, [1994]. ISBN 80-856-0541-4.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [3] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [4] JANDÍKOVÁ, Zdeňka. *Pivovar Hanušovice 1847-1999*. Šumperk: SCARON, 1999. ISBN 80-85083-30-2.
- [5] KAŠÍK, Josef a Jiří FRANEK. *Základy podnikové diagnostiky*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 2015. ISBN 978-80-248-3888-5.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.
- [7] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [8] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-86324-92-0.
- [9] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- [10] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-861-1957-2.
- [11] MELZER, Miloš. *Pivovar Holba Hanušovice (1874-2004)*. Šumperk: Imprima Šumperk, 2004. ISBN 80-85083-47-7.
- [12] MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 1998. Praktické příručky (Linde). ISBN 80-720-1145-6.

- [13] SABOLOVIČ, Mojmir. *Oceňování podniku*. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008. ISBN 978-80-87001-13-4.
- [14] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press, 2007. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 978-80-251-1830-6.
- [15] ZEDNÍKOVÁ, Kateřina. *Hodnocení rentability podniku v oděvním průmyslu*. Ostrava, 2015. Bakalářská práce. VŠB-TUO, Katedra financí. Vedoucí práce Jiří Valecký.

b) Elektronické zdroje

- [16] *Aktuální prognóza ČNB* [online]. Česká národní banka, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#HDP
- [17] *ARAD-Systém časových řad: Výnos dluhopisového koše*. [online]. Česká národní banka [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=22049&p_uka=3&p_strid=AEBA&p_od=200004&p_do=201803&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C
- [18] *Časové řady míry nezaměstnanosti a podílu nezaměstnaných osob* [online]. Ministerstvo práce a sociálních věcí [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: http://portal.mpsv.cz/sz/stat/nz/casove_rady/podil_nezamestnanych_osob_od_roku_2005.xlsx
- [19] *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. Český statistický úřad, 2018 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/61508194/chmucr040318.xlsx/48060b1e-3900-49fb-b61d-5104be9fe2b8?version=1.3>
- [20] *Inflace-druhy, definice, tabulky* [online]. Český statistický úřad [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- [21] *Inflace, spotřebitelské ceny* [online]. Český statistický úřad [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny
- [22] *Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB?* [online]. Česká národní banka [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_dvoutydenni_repo_sazba_cnb.html

- [23] *Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe – Food Processing* [online]. DAMODARAN, Aswath [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>
- [24] *Největší pivovary v ČR (dle výstavu)* [online]. žejdlík.cz [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <http://www.zejdlík.cz/zejdlíkopédie/vse-o-pivu/nejvetsi-pivovary-v-cr-dle-vystavu-0b55bf6e-94c3-4394-b731-b0a38f763f08>
- [25] KRŇÁVEK, Petr. Nezaměstnanost v regionu: někde chybí práce, jinde lidé Zdroj: https://sumpersky.denik.cz/zpravy_region/nezamestnanost-na-sumpersku-a-jesenicku-nekde-chybi-prace-jinde-lide-20170109.html. *Šumperský a Jesenický Deník* [online]. 10.1.2017 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: https://sumpersky.denik.cz/zpravy_region/nezamestnanost-na-sumpersku-a-jesenicku-nekde-chybi-prace-jinde-lide-20170109.html
- [26] *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR* [online]. Ministerstvo průmyslu a obchodu [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
- [27] *Pivovar Holba a.s.* [online]. Pivovar HOLBA [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <http://www.holba.cz/>
- [28] DAMODARAN, Aswath. *Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe – Food Processing* [online]. [cit. 2017-02-06]. Dostupné z: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>
- [29] *Risk Premiums for Other Markets* [online]. DAMODARAN, Aswath. [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
- [30] *Veřejný rejstřík a sbírka listin: Pivovar HOLBA, a.s.* [online]. Justice.cz [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?jenPlatne=PLATNE&nazev=pivovar+Holba&polozek=50&typHledani=START_S_WITH](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?jenPlatne=PLATNE&nazev=pivovar+Holba&polozek=50&typHledani=START_S_WITH)
- [31] *Výnos desetiletého státního dluhopisu (maastrichtské kritérium)* [online]. Česká národní banka [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=AEBA&p_sestuid=375&p_lang=CS

- [32] *Výpis z Registru ekonomických subjektů ČSÚ v ARES* [online]. mfcz [cit. 2019-03-24].
Dostupné z: [http://www.info.mfcz.cz/cgi-
bin/ares/darv_res.cgi?ico=64610276&jazyk=cz&xml=1](http://www.info.mfcz.cz/cgi-bin/ares/darv_res.cgi?ico=64610276&jazyk=cz&xml=1)

Seznam zkratek

A	celková aktiva
a.s.	akciová společnost
BI	bazický index
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β_L	koeficient beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy
β_U	koeficient beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
β^U	beta vlastního kapitálu
D	cizí úročený kapitál
d	sazba daně z příjmů
DCF	metoda diskontovaných peněžních toků
DCF _E	metoda diskontovaných peněžních toků vyjadřující podnik jako celek
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
dl.	dlouhodobý
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
DO	doba obratu
E	vlastní kapitál
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před úroky a zdanění
EBITDA	zisk před započtením daní, úroků a odpisů

EU	evropská unie
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	volné peněžní toky do firmy
g	předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během druhé fáze
HDP	hrubý domácí produkt
i_f	bezriziková míra
I_n	netto investice do provozně nutného majetku
kr.	krátkodobý
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy provozně nutného majetku
PH	pokračující hodnota
R_D	náklady na úročený cizí kapitál
R_E	náklady vlastního kapitálu
R_F	bezriziková sazba
RI	řetězový index
ROA	rentabilita aktiv
ROC	rentabilita nákladů
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROS	rentabilita tržeb
RT	relevantní trh
s.	strana
SA	stálá aktiva
T	tržby

t	běžný rok
TČZ	trvale čistý zisk
Tis.	tisíc
TP	tržní podíl
V	výsledná hodnota
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
V_{VK}	tržní hodnota vlastního kapitálu
VZ	výroční zpráva společnosti Pivovar HOLBA, a.s.
VZZ	výkaz zisku a ztráty
w	váha
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
X	hodnota zkoumaného ukazatele
A	celková aktiva
C	celkový investovaný kapitál
CAMP	model oceňování kapitálových aktiv
D	cizí úročený kapitál
<i>DCF – Entity</i>	metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele
<i>DCF – Equity</i>	metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
N	celkové náklady
d	sazba daně z příjmů právnických osob
dl.	dlouhodobý
i	náklady vlastního kapitálu

$kr.$	krátkodobé
r	přirážka za riziko

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 24.4.2019



.....
Bc. Kateřina Čeganová

Seznam příloh

Příloha č. 1: Rozvaha Pivovaru HOLBA, a.s. v tis. Kč

Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty Pivovaru HOLBA, a.s. v tis. Kč

Příloha č. 3: Vertikální analýza rozvahy Pivovaru HOLBA, a.s.

Příloha č. 4: Zkrácená vertikální analýza VZZ Pivovaru HOLBA, a.s. (vzhledem k celkovým T)

Příloha č. 5: Horizontální analýza rozvahy Pivovaru HOLBA, a.s.

Příloha č. 6: Horizontální analýza VZZ Pivovaru HOLBA, a.s.

Příloha č. 7: Poměrové ukazatele

Příloha č. 8: Pyramidový rozklad ukazatele ROE v letech 2015-2016

Příloha č. 9: Doplnující informace společnosti

Příloha č. 10: Přehled investičních akcí

Příloha č. 11: Plánovaný VZZ, Rozvaha, CF

Příloha č. 12: Výsledky citlivostní analýzy (v tis. Kč)

Příloha č. 1: Rozvaha Pivovaru HOLBA, a.s. v tis. Kč

	ROZVAHA	2013	2014	2015	2016	2017
označ.	AKTIVA CELKEM	401 369	450 183	437 352	416 729	393 678
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	233 092	223 184	263 307	259 805	230 375
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	124	93	45	35	17
B.I.1.	Zřizovací výdaje					
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje					
3.	Software	124	93	45	35	17
4.	Ocenitelná práva				35	17
5.	Goodwill					
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek					
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek					
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek					
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	188 947	203 368	226 051	222 816	216 014
B.II.1.	Pozemky	4 879	6 212	6 212	6 212	6 212
2.	Stavby	76 872	88 144	103 257	97 580	92 011
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	103 960	106 932	114 030	115 604	114 746
4.	Pěstelské celky trvalých porostů					
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny					
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek					
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	3 236	2 080	2 552	2 643	3 045
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek				777	
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku					
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	44 021	19 723	37 211	36 954	14 344
B.III.1.	Podíly - ovládaná osoba	17 578	17 623	17 662	17 745	13 348
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem					
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	4 870	646	646	646	646
4.	Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv				18 563	350
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	21 573	1 454	18 903		
6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek					
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek					
C.	Oběžná aktiva	124 498	155 414	110 069	86 434	94 234
C.I.	Zásoby	34 235	32 476	34 939	33 368	36 595
C.I.1.	Materiál	21 445	18 984	21 143	21 488	22 677
2.	Nedokončená výroba a polotovary	7 239	6 922	7 035	7 046	7 252
3.	Výrobky	3 970	4 821	5 026	3 373	4 967
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny					
5.	Zboží	1 581	1 749	1 735	1 461	1 699
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby					
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	4 860	1 522	2 256	2 137
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů		636	522	408	294
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba					
3.	Pohledávky - podstatný vliv					
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení					
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy				1 843	1 843
6.	Dohadné účty aktivní					
7.	Jiné pohledávky		4 224	1 000	5	
8.	Odložená daňová pohledávka					
C.III.	Krátkodobé pohledávky	80 689	105 018	65 274	47 110	51 845
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	52 823	33 759	37 436	30 632	35 954
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba					935
3.	Pohledávky - podstatný vliv					
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení					
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění					
6.	Stát - daňové pohledávky	0	14 239	1 318	4 227	
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	4 497	7 391	16 446	2 030	1 966
8.	Dohadné účty aktivní	13 532	3 873	5 664	5 700	11 108
9.	Jiné pohledávky	9 837	45 756	4 410	4 521	1 882
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	9 574	13 060	8 334	3 700	3 657
C.IV.1.	Peníze	1 758	1 021	803	764	572
2.	Účty v bankách	7 816	12 039	7 531	2 936	3 085
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly					
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek					
D.I.	Časové rozlišení	43 779	71 585	63 976	70 490	69 069
D.I.1.	Náklady příštích období	43 710	71 515	63 840	70 490	69 069
2.	Komplexní náklady příštích období					
3.	Příjmy příštích období	69	70	136		

		2013	2014	2015	2016	2017
označ.	PASIVA CELKEM	401 369	450 183	437 352	416 729	393 678
A.	Vlastní kapitál	304 336	308 743	314 556	210 194	240 044
A.I.	Základní kapitál	209 000	209 000	209 000	209 000	209 000
A.I.1.	Základní kapitál	209 000	209 000	209 000	209 000	209 000
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)					
3.	Změny základního kapitálu					
A.II.	Kapitálové fondy	17 522	21 417	21 417	21 417	41 194
A.II.1.	Emisní ážio	21 311	21 311	21 311	21 311	1 194
2.	Ostatní kapitálové fondy	106	106	106	106	40 000
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-3 895				
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností					
5.	Rozdíl z přeměn společností					
6.	Rozdíly z ocenění při přeměnách společností					
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	6 409	7 350	0	0	0
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	6 409	7 350			
2.	Statutární a ostatní fondy					
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	52 594	70 464	78 327	-6 049	-7 410
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	57 088	74 958	78 327	84 138	
2.	Neuhrazená ztráta minulých let					
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	-4 494	-4 494		-90 187	-7 410
A.V.1.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	18 811	512	5 812	-14 174	-2 740
A.V.2.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku					
B.	Cizí zdroje	96 880	139 341	121 347	202 096	151 817
B.I.	Rezervy	0	0	0	5 855	0
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů					
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky					
3.	Rezerva na daň z příjmů					
4.	Ostatní rezervy				5 855	
B.II.	Dlouhodobé závazky	12 584	13 204	24 060	24 135	11 994
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů					
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba					
3.	Závazky - podstatný vliv			10 800	3 600	
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení					
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	15				
6.	Výdané dluhopisy					
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě					
8.	Dohadné účty pasivní				7 772	
9.	Jiné závazky					
10.	Odložený daňový závazek	12 569	13 204	13 260	12 763	11 994
B.III.	Krátkodobé závazky	84 296	96 137	97 287	172 106	139 823
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	30 968	65 470	49 273	45 584	60 004
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba					
3.	Závazky - podstatný vliv			9 435	7 200	
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení					
5.	Závazky k zaměstnancům	2 835	3 334	4 079	3 574	3 730
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 624	1 968	2 430	2 081	2 191
7.	Stát - daňové závazky a dotace	11 567	7 919	9 087	11 349	20 146
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	166	367	923	278	1 477
9.	Výdané dluhopisy					
10.	Dohadné účty pasivní	36 868	16 530	16 870	100 632	26 714
11.	Jiné závazky	268	549	5 190	1 408	25 561
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	30 000	0	0	0
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé					
2.	Krátkodobé bankovní úvěry		30 000			
3.	Krátkodobé finanční výpomoci					
C.I.	Časové rozlišení	153	2 099	1 449	4 439	1 817
C.I.1.	Výdaje příštích období	153	2 099	1 449	4 439	1 817
2.	Výnosy příštích období					

Zdroj: vlastní zpracování dle VZ na www.justice.cz

Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty Pivovaru HOLBA, a.s. v tis. Kč

Výkaz zisku a ztráty v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	52 688	67 025	75 883	86 147	83 458
Náklady vynaložené na prodané zboží	38 272	49 097	56 234	68 567	61 205
Obchodní marže	14 416	17 928	19 649	17 580	22 253
Výkony	407 848	400 244	411 090	395 433	374 855
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	401 907	392 960	403 694	400 671	382 568
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-970	775	924	668	-2 697
Aktivace	6 911	6 509	6 472	-5 906	-5 016
Výkonová spotřeba	296 346	315 783	318 773	327 756	308 870
Spotřeba materiálu a energie	141 439	144 442	128 227	135 979	132 842
Služby	154 907	171 341	190 546	191 777	176 028
Přidaná hodnota	125 918	102 389	111 966	85 257	88 238
Osobní náklady	63 479	63 270	66 939	67 481	74 028
Mzdové náklady	45 752	45 727	48 528	49 081	53 817
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	102	84	84	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15 359	15 409	16 279	16 431	18 098
Sociální náklady	2 266	2 050	2 048	1 969	2 113
Daně a poplatky	3 594	1 903	3 316	-417	3 316
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	30 208	29 501	30 895	32 560	30 912
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	9 053	5 183	1 957	1 973	1 042
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	6 754	154	79	270	126
Tržby z prodeje materiálu	2 299	5 029	1 878	1 703	916
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	8 877	5 011	1 685	1 970	947
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	6 697	133	77	356	108
Prodaný materiál	2 180	4 878	1 608	1 614	839
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-2 065	-894	4 439		
Úprava hodnot v provozní oblasti				34 402	31 320
Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného majetku trvalé				32 560	30 912
Úprava hodnot pohledávek				1 842	408
Ostatní provozní výnosy	-269	2 594	3 427	23 699	10 947
Ostatní provozní náklady	4 750	7 404	5 318	6 620	27 266
Převod provozních výnosů					
Převod provozních nákladů					
Provozní výsledek hospodaření	25 859	3 971	4 758	-9 177	-2 598
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		4 224			
Prodané cenné papíry a podíly		8 120			
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku					
Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem					
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů					
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku					
Výnosy z krátkodobého finančního majetku					
Náklady z finančního majetku					
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů					
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů					
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti		-45	-39	-83	-103
Výnosové úroky	1 115	1 142	881	432	392
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládací osoba	204	118	275	136	329
Ostatní finanční výnosy	13	1	8	19	15
Ostatní finanční náklady	571	287	256	504	379
Převod finančních výnosů					
Převod finančních nákladů					
Finanční výsledek hospodaření	353	-3 113	397	-106	-198
Daň z příjmů za běžnou činnost	7 401	346	-657	4 891	-56
Daň z příjmů splatná	6 656	-290	-713	5 388	712
Daň z příjmů odložená	745	636	56	-497	-768
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	18 811	512	5 812	-14 174	-2 740
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	18 811	512	5 812	-14 174	-2 740
Výsledek hospodaření před zdaněním	26 212	858	5 155	-9 283	-2 796

Zdroj: vlastní zpracování dle VZ na www.justice.cz

Příloha č. 3: Vertikální analýza rozvahy Pivovaru HOLBA, a.s.

ROZVAHA		2013	2014	2015	2016	2017
označ.	AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
B.	Dlouhodobý majetek	58,074%	49,576%	60,205%	62,344%	58,519%
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,031%	0,021%	0,010%	0,008%	0,004%
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Software	0,031%	0,021%	0,010%	0,008%	0,004%
4.	Ocenitelná práva	0,000%	0,000%	0,000%	0,008%	0,004%
5.	Goodwill	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	47,076%	45,175%	51,686%	53,468%	54,871%
B.II.1.	Pozemky	1,216%	1,380%	1,420%	1,491%	1,578%
2.	Stavby	19,152%	19,580%	23,610%	23,416%	23,372%
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	25,901%	23,753%	26,073%	27,741%	29,147%
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,806%	0,462%	0,584%	0,634%	0,773%
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,000%	0,000%	0,000%	0,186%	0,000%
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	10,968%	4,381%	8,508%	8,868%	3,644%
B.III.1.	Podíly - ovládaná osoba	4,380%	3,915%	4,038%	4,258%	3,391%
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1,213%	0,143%	0,148%	0,155%	0,164%
4.	Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	0,000%	0,000%	0,000%	4,454%	0,089%
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	5,375%	0,323%	4,322%	0,000%	0,000%
6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
C.	Oběžná aktiva	31,018%	34,522%	25,167%	20,741%	23,937%
C.I.	Zásoby	8,530%	7,214%	7,989%	8,007%	9,296%
C.I.1.	Materiál	5,343%	4,217%	4,834%	5,156%	5,760%
2.	Nedokončená výroba a polotovary	1,804%	1,538%	1,609%	1,691%	1,842%
3.	Výrobky	0,989%	1,071%	1,149%	0,809%	1,262%
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
5.	Zboží	0,394%	0,389%	0,397%	0,351%	0,432%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0,000%	1,080%	0,348%	0,541%	0,543%
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0,000%	0,141%	0,119%	0,098%	0,075%
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,000%	0,000%	0,000%	0,442%	0,468%
6.	Dohadné účty aktivní	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
7.	Jiné pohledávky	0,000%	0,938%	0,229%	0,001%	0,000%
8.	Odložená daňová pohledávka	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
C.III.	Krátkodobé pohledávky	20,103%	23,328%	14,925%	11,305%	13,169%
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	13,161%	7,499%	8,560%	7,351%	9,133%
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,238%
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
6.	Stát - daňové pohledávky	0,000%	3,163%	0,301%	1,014%	0,000%
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1,120%	1,642%	3,760%	0,487%	0,499%
8.	Dohadné účty aktivní	3,371%	0,860%	1,295%	1,368%	2,822%
9.	Jiné pohledávky	2,451%	10,164%	1,008%	1,085%	0,478%
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	2,385%	2,901%	1,906%	0,888%	0,929%
C.IV.1.	Peníze	0,438%	0,227%	0,184%	0,183%	0,145%
2.	Účty v bankách	1,947%	2,674%	1,722%	0,705%	0,784%
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
D.I.	Časové rozlišení	10,907%	15,901%	14,628%	16,915%	17,545%
D.I.1.	Náklady příštích období	10,890%	15,886%	14,597%	16,915%	17,545%
2.	Komplexní náklady příštích období	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Příjmy příštích období	0,017%	0,016%	0,031%	0,000%	0,000%

ROZVAHA		2013	2014	2015	2016	2017
označ.	PASIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%
A.	Vlastní kapitál	75,824%	68,582%	71,923%	50,439%	60,975%
A.I.	Základní kapitál	52,072%	46,426%	47,788%	50,152%	53,089%
A.I.1.	Základní kapitál	52,072%	46,426%	47,788%	50,152%	53,089%
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Změny základního kapitálu	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
A.II.	Kapitálové fondy	4,366%	4,757%	4,897%	5,139%	10,464%
A.II.1.	Emisní ážio	5,310%	4,734%	4,873%	5,114%	0,303%
2.	Ostatní kapitálové fondy	0,026%	0,024%	0,024%	0,025%	10,161%
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-0,970%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
5.	Rozdíl z přeměn společností	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
6.	Rozdíly z ocenění při přeměnách společností	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1,597%	1,633%	0,000%	0,000%	0,000%
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	1,597%	1,633%	0,000%	0,000%	0,000%
2.	Statutární a ostatní fondy	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	13,104%	15,652%	17,909%	-1,452%	-1,882%
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	14,223%	16,651%	17,909%	20,190%	0,000%
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	-1,120%	-0,998%	0,000%	-21,642%	-1,882%
A.V.1.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	4,687%	0,114%	1,329%	-3,401%	-0,696%
A.V.2.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílů na zisku	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
B.	Cizí zdroje	24,137%	30,952%	27,746%	48,496%	38,564%
B.I.	Rezervy	0,000%	0,000%	0,000%	1,405%	0,000%
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Rezerva na daň z příjmů	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
4.	Ostatní rezervy	0,000%	0,000%	0,000%	1,405%	0,000%
B.II.	Dlouhodobé závazky	3,135%	2,933%	5,501%	5,792%	3,047%
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Závazky - podstatný vliv	0,000%	0,000%	2,469%	0,864%	0,000%
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0,004%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
6.	Vydané dluhopisy	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
8.	Dohadné účty pasivní	0,000%	0,000%	0,000%	1,865%	0,000%
9.	Jiné závazky	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
10.	Odložený daňový závazek	3,132%	2,933%	3,032%	3,063%	3,047%
B.III.	Krátkodobé závazky	21,002%	21,355%	22,245%	41,299%	35,517%
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	7,716%	14,543%	11,266%	10,939%	15,242%
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Závazky - podstatný vliv	0,000%	0,000%	2,157%	1,728%	0,000%
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
5.	Závazky k zaměstnancům	0,706%	0,741%	0,933%	0,858%	0,947%
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,405%	0,437%	0,556%	0,499%	0,557%
7.	Stát - daňové závazky a dotace	2,882%	1,759%	2,078%	2,723%	5,117%
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0,041%	0,082%	0,211%	0,067%	0,375%
9.	Vydané dluhopisy	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
10.	Dohadné účty pasivní	9,186%	3,672%	3,857%	24,148%	6,786%
11.	Jiné závazky	0,067%	0,122%	1,187%	0,338%	6,493%
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0,000%	6,664%	0,000%	0,000%	0,000%
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0,000%	6,664%	0,000%	0,000%	0,000%
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
C.I.	Časové rozlišení	0,038%	0,466%	0,331%	1,065%	0,462%
C.I.1.	Výdaje příštích období	0,038%	0,466%	0,331%	1,065%	0,462%
2.	Výnosy příštích období	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 4: Zkrácená vertikální analýza VZZ Pivovaru HOLBA, a.s. (vzhledem k celkovým T)

	2013	2014	2015	2016	2017
tržby (v tis. Kč)	463648	469392	481534	488791	467068

Obchodní marže	3,171%	3,898%	4,097%	3,611%	4,775%
Výkony	89,717%	87,012%	85,719%	81,228%	80,436%
Výkonová spotřeba	65,189%	68,651%	66,470%	67,326%	66,277%
Přidaná hodnota	27,699%	22,259%	23,347%	17,513%	18,934%
Osobní náklady	13,691%	13,479%	13,901%	13,806%	15,850%
Provozní VH	5,577%	0,846%	0,988%	-1,877%	-0,556%
Finanční VH	0,076%	-0,663%	0,082%	-0,022%	-0,042%
EBITDA	12,213%	6,493%	7,544%	4,449%	6,086%
Odpisy	6,515%	6,285%	6,416%	6,321%	6,615%
EBIT	5,697%	0,208%	1,128%	-1,871%	-0,528%
Nákladové úroky	0,044%	0,025%	0,057%	0,028%	0,070%
EBT	5,653%	0,183%	1,071%	-1,899%	-0,599%
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,596%	0,074%	-0,136%	1,001%	-0,012%
EAT	4,057%	0,109%	1,207%	-2,900%	-0,587%

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 5: Horizontální analýza rozvahy Pivovaru HOLBA, a.s.

		Absolutní změna				Relativní změna			
ROZVAHA		2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017
označ.	AKTIVA CELKEM	48814	-12831	-20623	-23051	12,16%	-2,85%	-4,72%	-5,53%
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.	Dlouhodobý majetek	-9908	40123	-3502	-29430	-4,25%	17,98%	-1,33%	-11,33%
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	-31	-48	-10	-18	-25,00%	-51,61%	-22,22%	-51,43%
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Software	-31	-48	-10	-18	-25,00%	-51,61%	-22,22%	-51,43%
4.	Ocenitelná práva	0	0	35	-18	0,00%	0,00%	0,00%	-51,43%
5.	Goodwill	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	14421	22683	-3235	-6802	7,63%	11,15%	-1,43%	-3,05%
B.II.1.	Pozemky	1333	0	0	0	27,32%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Stavby	11272	15113	-5677	-5569	14,66%	17,15%	-5,50%	-5,71%
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	2972	7098	1574	-858	2,86%	6,64%	1,38%	-0,74%
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-1156	472	91	402	-35,72%	22,69%	3,57%	15,21%
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	777	-777	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	-24298	17488	-257	-22610	-55,20%	88,67%	-0,69%	-61,18%
B.III.1.	Podíly - ovládaná osoba	45	39	83	-4397	0,26%	0,22%	0,47%	-24,78%
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	-4224	0	0	0	-86,74%	0,00%	0,00%	0,00%
4.	Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	0	0	18563	-18213	0,00%	0,00%	0,00%	-98,11%
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	-20119	17449	-18903	0	-93,26%	1200,07%	-100,00%	0,00%
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.	Oběžná aktiva	30916	-45345	-23635	7800	24,83%	-29,18%	-21,47%	9,02%
C.I.	Zásoby	-1759	2463	-1571	3227	-5,14%	7,58%	-4,50%	9,67%
C.I.1.	Materiál	-2461	2159	345	1189	-11,48%	11,37%	1,63%	5,53%
2.	Nedokončená výroba a polotovary	-317	113	11	206	-4,38%	1,63%	0,16%	2,92%
3.	Výrobky	851	205	-1653	1594	21,44%	4,25%	-32,89%	47,26%
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Zboží	168	-14	-274	238	10,63%	-0,80%	-15,79%	16,29%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	4860	-3338	734	-119	0,00%	-68,68%	48,23%	-5,27%
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	636	-114	-114	-114	0,00%	-17,92%	-21,84%	-27,94%
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	1843	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.	Jiné pohledávky	4224	-3224	-995	-5	0,00%	-76,33%	-99,50%	-100,00%
8.	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.III.	Krátkodobé pohledávky	24329	-39744	-18164	4735	30,15%	-37,84%	-27,83%	10,05%
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	-19064	3677	-6804	5322	-36,09%	10,89%	-18,18%	17,37%
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	935	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Stát - daňové pohledávky	14239	-12921	2909	-4227	0,00%	-90,74%	220,71%	-100,00%
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	2894	9055	-14416	-64	64,35%	122,51%	-87,66%	-3,15%
8.	Dohadné účty aktivní	-9659	1791	36	5408	-71,38%	46,24%	0,64%	94,88%
9.	Jiné pohledávky	35919	-41346	111	-2639	365,14%	-90,36%	2,52%	-58,37%
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	3486	-4726	-4634	-43	36,41%	-36,19%	-55,60%	-1,16%
C.IV.1.	Peníze	-737	-218	-39	-192	-41,92%	-21,35%	-4,86%	-25,13%
2.	Účty v bankách	4223	-4508	-4595	149	54,03%	-37,44%	-61,01%	5,07%
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
D.I.	Časové rozlišení	27806	-7609	6514	-1421	63,51%	-10,63%	10,18%	-2,02%
D.I.1.	Náklady příštích období	27805	-7675	6650	-1421	63,61%	-10,73%	10,42%	-2,02%
2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Příjmy příštích období	1	66	-136	0	1,45%	94,29%	-100,00%	0,00%

ROZVAHA		Absolutní změna				Relativní změna			
		2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017
označ.	PASIVA CELKEM	48814	-12831	-20623	-23051	12,16%	-2,85%	-4,72%	-5,53%
A.	Vlastní kapitál	4407	5813	-104362	29850	1,45%	1,88%	-33,18%	14,20%
A.I.	Základní kapitál	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.I.1	Základní kapitál	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.II.	Kapitálové fondy	3895	0	0	19777	22,23%	0,00%	0,00%	92,34%
A.II.1.	Emisní ážio	0	0	0	-20117	0,00%	0,00%	0,00%	-94,40%
2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	39894	0,00%	0,00%	0,00%	37635,85%
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	3895	0	0	0	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společnosti	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Rozdíl z přeměn společností	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Rozdíly z ocenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	941	-7350	0	0	14,68%	-100,00%	0,00%	0,00%
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	941	-7350	0	0	14,68%	-100,00%	0,00%	0,00%
2.	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	17870	7863	-84376	-1361	33,98%	11,16%	-107,72%	22,50%
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	17870	3369	5811	-84138	31,30%	4,49%	7,42%	-100,00%
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	4494	-90187	82777	0,00%	-100,00%	0,00%	-91,78%
A.V.1.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-18299	5300	-19986	11434	-97,28%	1035,16%	-343,87%	-80,67%
A.V.2.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.	Cizí zdroje	42461	-17994	80749	-50279	43,83%	-12,91%	66,54%	-24,88%
B.I.	Rezervy	0	0	5855	-5855	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4.	Ostatní rezervy	0	0	5855	-5855	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
B.II.	Dlouhodobé závazky	620	10856	75	-12141	4,93%	82,22%	0,31%	-50,30%
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Závazky - podstatný vliv	0	10800	-7200	-3600	0,00%	0,00%	-66,67%	-100,00%
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	-15	0	0	0	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.	Dlouhodobé směnky κ úhradě	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8.	Dohadné účty pasivní	0	0	7772	-7772	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
9.	Jiné závazky	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10.	Odložený daňový závazek	635	56	-497	-769	5,05%	0,42%	-3,75%	-6,03%
B.III.	Krátkodobé závazky	11841	1150	74819	-32283	14,05%	1,20%	76,91%	-18,76%
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	34502	-16197	-3689	14420	111,41%	-24,74%	-7,49%	31,63%
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Závazky - podstatný vliv	0	9435	-2235	-7200	0,00%	0,00%	-23,69%	-100,00%
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Závazky κ zaměstnancům	499	745	-505	156	17,60%	22,35%	-12,38%	4,36%
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	344	462	-349	110	21,18%	23,48%	-14,36%	5,29%
7.	Stát - daňové závazky a dotace	-3648	1168	2262	8797	-31,54%	14,75%	24,89%	77,51%
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	201	556	-645	1199	121,08%	151,50%	-69,88%	431,29%
9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10.	Dohadné účty pasivní	-20338	340	83762	-73918	-55,16%	2,06%	496,51%	-73,45%
11.	Jiné závazky	281	4641	-3782	24153	104,85%	845,36%	-72,87%	1715,41%
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	30000	-30000	0	0	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	30000	-30000	0	0	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.I.	Časové rozlišení	1946	-650	2990	-2622	1271,90%	-30,97%	206,35%	-59,07%
C.I.1.	Výdaje příštích období	1946	-650	2990	-2622	1271,90%	-30,97%	206,35%	-59,07%
2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 6: Horizontální analýza VZZ Pivovaru HOLBA, a.s.

označ.	Výkaz zisku a ztráty v tis. Kč	Absolutní změna				Relativní změna			
		2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017
I.	Tržby za prodej zboží	14337	8858	10264	-2689	27,21%	13,22%	13,53%	-3,12%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	10825	7137	12333	-7362	28,28%	14,54%	21,93%	-10,74%
+	Obchodní marže	3512	1721	-2069	4673	24,36%	9,60%	-10,53%	26,58%
II.	Výkony	-7604	10846	-15657	-20578	-1,86%	2,71%	-3,81%	-5,20%
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-8947	10734	-3023	-18103	-2,23%	2,73%	-0,75%	-4,52%
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1745	149	-256	-3365	-179,90%	19,23%	-27,71%	-503,74%
II.3.	Aktivace	-402	-37	-12378	890	-5,82%	-0,57%	-191,25%	-15,07%
B.	Výkonová spotřeba	19437	2990	8983	-18886	6,56%	0,95%	2,82%	-5,76%
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	3003	-16215	7752	-3137	2,12%	-11,23%	6,05%	-2,31%
B.2.	Služby	16434	19205	1231	-15749	10,61%	11,21%	0,65%	-8,21%
+	Přidaná hodnota	-23529	9577	-26709	2981	-18,69%	9,35%	-23,85%	3,50%
C.	Osobní náklady	-209	3669	542	6547	-0,33%	5,80%	0,81%	9,70%
C.1.	Mzdové náklady	-25	2801	553	4736	-0,05%	6,13%	1,14%	9,65%
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	-18	0	-84	0	-17,65%	0,00%	-100,00%	0,00%
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	50	870	152	1667	0,33%	5,65%	0,93%	10,15%
C.4.	Sociální náklady	-216	-2	-79	144	-9,53%	-0,10%	-3,86%	7,31%
D.	Daně a poplatky	-1691	1413	-3733	3733	-47,05%	74,25%	-112,58%	-895,20%
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-707	1394	0	0	-2,34%	4,73%	0,00%	0,00%
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-3870	-3226	16	-931	-42,75%	-62,24%	0,82%	-47,19%
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-6600	-75	191	-144	-97,72%	-48,70%	241,77%	-53,33%
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	2730	-3151	-175	-787	118,75%	-62,66%	-9,32%	-46,21%
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-3866	-3326	285	-1023	-43,55%	-66,37%	16,91%	-51,93%
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-6564	-56	279	-248	-98,01%	-42,11%	362,34%	-69,66%
F.2.	Prodaný materiál	2698	-3270	6	-775	123,76%	-67,04%	0,37%	-48,02%
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	1171	5333	-4439	0	-56,71%	-596,53%	-100,00%	0,00%
H.	Úprava hodnot v provozní oblasti	0	0	34402	-3082	0,00%	0,00%	0,00%	-8,96%
	Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného majetku trvalé	0	0	32560	-1648	0,00%	0,00%	0,00%	-5,06%
	Úprava hodnot pohledávek	0	0	1842	-1434	0,00%	0,00%	0,00%	-77,85%
IV.	Ostatní provozní výnosy	2863	833	20272	-12752	-1064,31%	32,11%	591,54%	-53,81%
I.	Ostatní provozní náklady	2654	-2086	1302	20646	55,87%	-28,17%	24,48%	311,87%
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
J.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
*	Provozní výsledek hospodaření	-21888	787	-13935	6579	-84,64%	19,82%	-292,88%	-71,69%
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	4224	-4224	0	0	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
K.	Prodané cenné papíry a podíly	8120	-8120	0	0	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
L.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
M.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
N.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-45	6	-44	-20	0,00%	-13,33%	112,82%	24,10%
X.	Výnosové úroky	27	-261	-449	-40	2,42%	-22,85%	-50,96%	-9,26%
O.	Nákladové úroky	-86	157	-139	193	-42,16%	133,05%	-50,55%	141,91%
XI.	Ostatní finanční výnosy	-12	7	11	-4	-92,31%	700,00%	137,50%	-21,05%
P.	Ostatní finanční náklady	-284	-31	248	-125	-49,74%	-10,80%	96,88%	-24,80%
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Q.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
*	Finanční výsledek hospodaření	-3466	3510	-503	-92	-981,87%	-112,75%	-126,70%	86,79%
R.	Daň z příjmů za běžnou činnost	-7055	-1003	5548	-4947	-95,32%	-289,88%	-844,44%	-101,14%
R.1.	Daň z příjmů splatná	-6946	-423	6101	-4676	-104,36%	145,86%	-855,68%	-86,79%
R.2.	Daň z příjmů odložená	-109	-580	-553	-271	-14,63%	-91,19%	-987,50%	54,53%
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-18299	5300	-19986	11434	-97,28%	1035,16%	-343,87%	-80,67%
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-18299	5300	-19986	11434	-97,28%	1035,16%	-343,87%	-80,67%
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	-25354	4297	-14438	6487	-96,73%	500,82%	-280,08%	-69,88%

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 7: Poměrové ukazatele

ukazatele zadluženosti	vzorec	2013	2014	2015	2016	2017
Celková zadluženost	CZ/A	0,241	0,310	0,277	0,485	0,386
Dl. zadluženost	CZ dl/A	0,031	0,029	0,055	0,072	0,030
Běžná zadluženost	CZ kr./A	0,210	0,280	0,222	0,413	0,355
Uk. zadluženosti VK	CZ/VK	0,318	0,451	0,386	0,961	0,632

ukazatele finanční stability	vzorec	2013	2014	2015	2016	2017
Podíl VK na A	VK/A	0,758	0,686	0,719	0,504	0,610
St. krytí SA	(VK+CZ dl.)/SA	1,360	1,443	1,286	0,924	1,094
Podíl SA	SA/A	0,581	0,496	0,602	0,623	0,585
Podíl OA	OA/A	0,310	0,345	0,252	0,207	0,239
Podíl zásob	zásoby/A	0,085	0,072	0,080	0,080	0,093

ukazatele rentability	vzorec	2013	2014	2015	2016	2017
ROA	EBIT/A	0,066	0,002	0,012	-0,022	-0,006
ROCE	EBIT/(VK+úročené CZ)	0,087	0,003	0,017	-0,044	-0,010
ROE	EAT/VK	0,062	0,002	0,018	-0,067	-0,011
ROS	EAT/T	0,041	0,001	0,012	-0,029	-0,006
ROC	EAT/celk.náklady	0,041	0,001	0,012	-0,026	-0,005

ukazatele likvidity	vzorec	2013	2014	2015	2016	2017
celková likvidita	OA/CZ kr.	1,477	1,232	1,131	0,502	0,674
pohotová likvidita	(OA-zásoby)/CZ kr.	1,071	0,975	0,772	0,308	0,412
Okamžitá likvidita	PP/CZ kr.	0,114	0,104	0,086	0,021	0,026
ČPK	OA-Kr. závazky	40202	29277	12782	-85672	-45589
Poměrový ukazatel likvidity	(OA-Kr. závazky)/OA	0,323	0,188	0,116	-0,991	-0,484

ukazatele aktivity	vzorec	2013	2014	2015	2016	2017
Obrátka A	T/A	1,133	1,022	1,097	1,168	1,184
Obrat SA	T/SA	1,950	2,061	1,821	1,874	2,023
Obrat zásob	T/zásoby	13,279	14,164	13,726	14,589	12,735
DO A (dny)	A*360/T	317,850	352,329	328,303	308,169	304,112
DO zásob (dny)	Zásoby*360/T	27,111	25,417	26,227	24,676	28,269
DO pohledávek (dny)	pohledávky*360/T	63,899	85,994	50,141	36,506	41,701
DO závazků (dny)	Závazky*360/T	76,721	109,053	91,091	149,449	117,277

Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2013-2017

Příloha č. 8: Pyramidový rozklad ukazatele ROE v letech 2015-2016

Podíl		ROE	
vzorec		EAT/VK	
T ₀	T ₁	0,0185	-0,0674
rozdíl	disk. výnos	0,0859	4,650
abs. vliv		-100%	

rentabilita tržeb		obrat aktiv		finanční páka	
EAT/T		T/A		A/VK	
0,01	-0,03	1,12	1,16	1,39	1,98
-0,04	-3,47	0,04	0,04	0,59	0,43
-92,23%		-0,83%		-6,94%	

daň. redukce zisku		úrok. redukce zisku		provozní rentabilita	
EAT/EBT		EBT/EBIT		EBIT/T	
1,13	1,53	0,95	1,01	0,01	-0,02
0,40	0,4240	0,07	0,06	-0,03	-2,70
4,61%		0,95%		-97,69%	

1		nákladovost tržeb	
		N/T	
1,00	1,00	0,99	1,06
0,00	0,00	0,07	0,07
0,00%		-97,69%	

nákladovost materiálu		nákladovost osob. N		nákladovost ost. N	
N _{mat.} /T		N _{os.} /T		N _{ostatní} /T	
0,26	0,28	0,137	0,140	0,59	0,64
0,02	0,07	0,003	0,02	0,05	0,08
-26,18%		-3,65%		-67,86%	

nákladovost na prod. zboží		nákladovost služeb		nákladovost daní a poplatků		nákladovost odpisů		ostatní nákladovost	
N _{zboží} /T		služby /T		daně /T		odpisy /T		ost. N /T	
0,12	0,14	0,39	0,40	0,01	0,01	0,06	0,07	0,02	0,02
0,03	0,23	0,01	0,02	0,00	0,70	0,00	0,07	0,01	0,49
-37,01%		-9,51%		-5,27%		-5,73%		-10,35%	

Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2015-2016

Příloha č. 9: Doplnující informace společnosti

Spisová značka	B 1246 vedená u Krajského soudu v Ostravě
Statutární orgán	Představenstvo
Osoba s rozhodujícím vlivem	- Pivovar Litovel a.s., IČ: 47676914 (podíl na ZK: 66,08 %)
Osoba s podstatným vlivem	- HSK Invest, a.s., IČ:60727357 (podíl na ZK: 33,92 %)
Základní kapitál	209 000 000 Kč ve formě akcií: <ul style="list-style-type: none">- 10 ks akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 100 tis. Kč- 208 ks akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 1 mil. Kč Základní jmění společnosti je plně splaceno.
Organizační struktura	Dozorčí rada: p. Karel Kuropata – předseda Ing. Petr Fridrich – člen Ing. Antonín Chytil – člen Představenstvo: PhDr. Zdeněk Konečný – předseda Ing. Vilém Nohel – místopředseda p. Miroslav Koutek – člen Mgr. Antonín Polák – člen Ředitel Obchodní ředitel Výrobně technický ředitel
CZ NACE	11050: Výroba piva 33120: Opravy strojů 36000: Shromažďování, úprava a rozvod vody 46900: Nespecializovaný velkoobchod 47250: Maloobchod s nápoji

4778: Ostatní maloobchod s novým zbožím ve specializovaných prodejnách

47790: Maloobchod s použitým zbožím v prodejnách

49410: Silniční nákladní doprava

711: Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství

7120: Technické zkoušky a analýzy

772: Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost

90040: Provozování kulturních zařízení

Zdroj: vlastní zpracování dle VZ 2017

Příloha č. 10: Přehled investičních akcí

- 2006 Vybudováno zázemí pro kontrolu jakosti výrobků (nová moderní laboratoř, posílení energetické úspory ve výrobě vybudováním automatického a energeticky méně náročnějšího chlazení mladiny ve středisku spilka).
- 2007 Další posilování kvality produkce (nové zařízení pro homogenizaci a dávkování kvasnic a dále zařízením zajišťujícím centrální monitoring kyslíku).
- 2008 Rekonstrukce tepelného hospodářství.
- 2009 Zahájení rekonstrukce bývalé budovy školy na muzeum a restauraci.
Zavedení nového informačního systému.
- 2010 Pokračování v zavádění informačního systému.
Zahájení rekonstrukce ležáckého sklepa.
- 2011 Dokončení rekonstrukce ležáckého sklepa vybudováním nových kapacit ležáckých a přetlačných tanků
- 2012 Stavební úpravy ležáckých sklepů.
Rekonstrukce mladinové pánve na varně (využití brýdových par, zahájení oprav fasád a rekonstrukce střech, přeložka hlavního přívodu čpavku).
- 2013 Nákup a výměna bezmazných kompresorů ve strojovně.
Vybudování parkoviště pro zaměstnance a obchodní partnery.
Nákup nových sudů.
Dokončení opravy fasád a rekonstrukce střech.
Dokončení rekonstrukce ležáckého sklepa odd. č. 3 a kompletní rekonstrukce č.1.
Opravy půdy na sladovně.
- 2014 Výměna rezervoáru na teplou vodu u UK.
Rekonstrukce oddělení č.1 ležáckého sklepa.
Zakoupení dávkovačů křemeliny.
Zakoupení zákaloměrů v ležáckém sklepě.
Výměna ventilátorů v malé a velké spilce.

2015 Nákup a instalace nového odpojovače NN.

Dávkování speciálních sladů.

Rekonstrukce elektrorozvodny.

Zakoupení nových přepravek, KEG sudů 30 lt a 50lt.

2016 Nákup nových lahví, palet a techniky VZV.

Rekonstrukce podlah ve výrobní části provozu (propagační stanice).

2017 Nákup obalů (sudů nerez, přepravek a lahví v hodnotě 17 mil. Kč.

Rekonstrukce kalového hospodářství.

Zdroj: vlastní zpracování dle VZ

Příloha č. 11: Plánovaný VZZ, Rozvaha, CF

Plánovaný Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROK	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby celkem	475 347	484 853	485 338	485 824	492 822
POLOŽKA/ROK	2018	2019	2019	2021	2020
Tržby za prodané zboží	73 763	75 238	75 313	75 389	76 475
Náklady vynaložené na prodané zboží	55 016	56 117	56 173	56 229	57 039
Obchodní marže	18 747	19 122	19 141	19 160	19 436
Výkony	401 584	409 615	410 025	410 435	416 348
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	401 584	409 615	410 025	410 435	416 348
Výkonová spotřeba	317 449	323 798	324 121	324 446	329 120
Přidaná hodnota	102 882	104 939	105 044	105 149	106 664
Osobní náklady	67 902	69 260	69 329	69 398	70 398
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	3 950	4 029	4 033	4 037	4 096
Odpisy z DNM a DHM	31 108	31 730	31 762	31 794	32 252
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	263	269	269	269	273
Ostatní provozní výnosy	8 021	8 181	8 189	8 197	8 315
Ostatní provozní náklady	9 977	10 096	10 526	10 685	10 228
Provozní VH	5 602	5 795	5 381	5 238	5 924
Finanční VH	192	192	192	192	192
VH před zdaněním	5 794	5 987	5 573	5 430	6 116
Daň (19 %)	1 101	1 138	1 059	1 032	1 162
VH za účetní období	4 693	4 850	4 514	4 398	4 954

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaná Rozvaha (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	389 749	398 267	402 968	407 554	415 208
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	218 232	205 846	193 448	181 038	168 448
Dlouhodobý nehmotný majetek	17	17	17	17	17
Dlouhodobý hmotný majetek	203 871	191 485	179 087	166 677	154 087
Dlouhodobý finanční majetek	14 344	14 344	14 344	14 344	14 344
Oběžná aktiva	107 028	126 642	143 675	160 606	179 900
Zásoby	34 780	35 475	35 511	35 546	36 058
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	71 295	72 721	72 794	72 867	73 917
Krátkodobý finanční majetek	953	18 445	35 371	52 193	69 925
Časové rozlišení	64 489	65 779	65 844	65 910	66 860

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
PASIVA CELKEM	389 749	398 267	402 968	407 554	415 208
Vlastní kapitál	244 737	249 587	254 101	258 499	263 453
Základní kapitál	209 000	209 000	209 000	209 000	209 000
Kapitálové fondy	41 194	41 194	41 194	41 194	41 194
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	-10 150	-5 457	-607	3 907	8 305
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	4 693	4 850	4 514	4 398	4 954
Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku	0	0	0	0	0
Cizí zdroje	143 021	146 650	146 835	147 021	149 691
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	11 994	11 994	11 994	11 994	11 994
Krátkodobé závazky	112 027	134 656	134 841	135 027	137 967
Bankovní úvěry a výpomoci	19 000	0	0	0	0
Časové rozlišení	1 991	2 030	2 032	2 034	2 064

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaný výkaz CF (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
Počáteční stav KFM	3 657	953	18 445	35 371	52 193
Výsledek hospodaření za účetní období	4 693	4 850	4 514	4 398	4 954
Odpisy	31 108	31 730	31 762	31 794	32 252
Δ Zásob	-1 815	696	35	36	512
Δ Krátkodobých pohledávek	19 450	1 426	73	73	1 050
Δ Krátkodobých závazků	-20 905	2 378	121	121	1 751
Cash flow z provozní činnosti	-2 739	36 837	36 289	36 205	37 395
Investice	18 965	19 344	19 364	19 383	19 662
Cash flow z investiční činnosti	-18 965	-19 344	-19 364	-19 383	-19 662
Δ Bankovních úvěrů a výpomocí	19 000	0	0	0	0
Δ Nerozděleného zisku z minulých let	0	0	0	0	0
Výplata podílu	0	0	0	0	0
Cash flow z finanční činnosti	19 000	0	0	0	0
Cash flow celkem	-2 704	17 492	16 925	16 822	17 732
Konečný stav KFM	953	18 445	35 371	52 193	69 925

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 12: Výsledky citlivostní analýzy (v tis. Kč)

Tab. č. 1: FAKTOR-TRŽBY CELKEM

alfa	HODNOTA FIRMY DCF-E	Přírůstek hodnoty firmy (DCF - E)
-0,1	254 100	-51 456
-0,08	264 332	-41 224
-0,06	274 594	-30 962
-0,04	284 886	-20 670
-0,01	300377	-5 179
0	305 556	0
0,01	310 740	5 184
0,04	326 336	20 780
0,06	336 766	31 210
0,08	347 223	41 667
0,1	357 704	52 148

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. č. 2: FAKTOR-INVESTICE

alfa	HODNOTA FIRMY DCF-E	Přírůstek hodnoty firmy (DCF - E)
-0,1	343 123	37 567
-0,08	335 610	30 054
-0,06	328 096	22 540
-0,04	320 583	15 027
-0,01	309 312	3 756
0	305 556	0
0,01	301 799	-3 757
0,04	290 528	-15 028
0,06	283 015	-22 541
0,08	275 501	-30 055
0,1	267 988	-37 568

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. č. 3: FAKTOR-ODPISY DHM A DNM

alfa	HODNOTA FIRMY DCF-E	Přírůstek hodnoty firmy (DCF - E)
-0,1	291 754	-13 802
-0,08	294 490	-11 066
-0,06	297 237	-8 319
-0,04	299 997	-5 559
-0,01	304 161	-1 395
0	305 556	0
0,01	306 954	1 398
0,04	311 168	5 612
0,06	313 996	8 440
0,08	316 837	11 281
0,1	319 694	14 138

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. č. 4: FAKTOR-DAŇ

alfa	HODNOTA FIRMY DCF-E	Přírůstek hodnoty firmy (DCF - E)
-0,1	307 505	1 949
-0,08	307 115	1 559
-0,06	306 725	1 169
-0,04	306 335	779
-0,01	305 751	195
0	305 556	0
0,01	305 361	-195
0,04	304 776	-781
0,06	304 385	-1 171
0,08	303 995	-1 561
0,1	303 605	-1 951

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. č. 5: Analýza citlivosti ukazatele tempa růstu

g	FCFF	WACC	PH	1.fáze	2. fáze	úročený Cizí kapitál	netto hodnota VK	přírůstek/úbytek
-3 %	17199	5,79%	195756	70 425	147765,99	22253	195 938	-76 615
-2 %	17199	5,79%	220898	70 425	166744,38	22253	214 916	-57 637
-1 %	17199	5,79%	253450	70 425	191316,16	22253	239 488	-33 065
0 %	17199	5,79%	297254	70 425	224381,45	22253	272 553	-
1 %	17199	5,79%	359363	70 425	271264,22	22253	319 436	46 883
2 %	17199	5,79%	454282	70 425	342913,29	22253	391 085	118 532
3 %	17199	5,79%	617340	70 425	465997,24	22253	514 169	241 616

Zdroj: vlastní zpracování